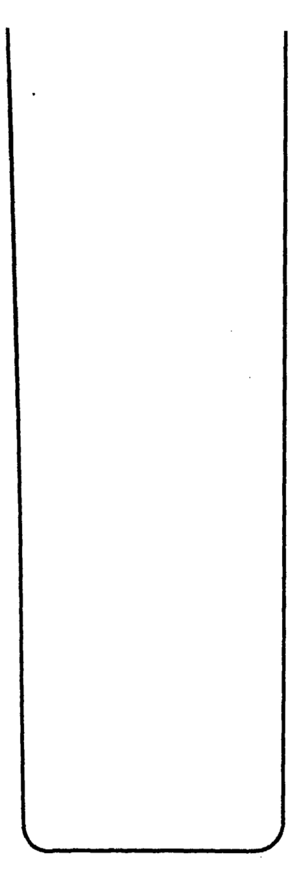


مبادئ الإستثمار
تأليف
أحمد زكريا صيام



مبادئ الإستثمار

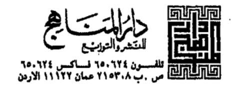


رقم الإجازة المتسلسل: ١٩٩٧/٧/٨٦٥
رقم الإيداع: ١٩٩٧/٧/١٠٣٧

مبادئ الإستثمار

تــأليف

أحـمد زكريا صـيام



الطبعة الأولى

١٤١٨هـ - ١٩٩٧م



دار المناهج
للنشر والتوزيع

عمان - طلوع جبل الحسين - سرفيس خط ٦
هاتف ٦٥٠٦٢٤ - فـ[illegible]س ٦٢٤٠٦[illegible]
ص.ب ٢١٥٣٠٨ عمان ١١١٢٢ الأردن

المحتويات

المقدمة

بدأ الاهتمام بالاستثمار كعلم متخصص نتيجة ارتفاع أسعار النفط وزيادة حجم الانتاج منه لا سيما في منتصف السبعينات مع ظهور الفوائض المالية الضخمة، فاصبحت فوائض الرساميل تظهر بوضوح . وحيث أن أساس الاستثمار نظرية الدخل. فإن ذلك الدخل يتوزع بين استهلاك لتلبية متطلبات الفرد إشباعا لحاجاته المتعددة، وادخار موجه لتلبية دافع الاحتياط أو المضاربة تحقيقا للربح السريع، أو دافع الاستثمار تحقيقا للمكاسب . وبذلك يكون الاستثمار وسيلة لتشغيل المدخرات وزيادة الدخل .

فالاستثمار هو ذلك الجزء المستقطع من الدخل والمستخدم في العملية الانتاجية لتكوين رأس المال مما يشكل إضافة فعلية على رأس المال الأصلي ، ولعل ذلك ما يجعل الاستثمار مرتكزا في أساسه على مفهومي العائد والمخاطرة . ولا شك أن زيادة أحدهما سيزيد الآخر. والإستثمار أساسا عملية ذهنية مدروسة لها أسسها وقواعدها العلمية المستندة إلى عمليات إستثمارية مشابهة ، إضافة لكونها عملية إيجابية تشارك فيها أطراف عديدة فتتقاسم الأرباح. على إعتبار أن للإستثمار آجالا طويلة أو متوسطة وأحيانا قصيرة وذلك حسب نوع الإستثمار . وتكاد تكون المخاطرة محدودة نسبياً ويمكن احتسابها وتلاشيها إن كانت مخاطر غير نظامية، أما إن كانت مخاطر نظامية بمعنى أنها ناشئة عن البيئة والمحيط فتلاشيها عندئذٍ يكون أمره اصعب ، إلا أن الإستثمار الناجح هو ذلك الذي يجمع بين المحافظة على قيمته الأصلية ودرجة سيولة ملائمة وبالتالي يحقق العائد المستمر وإضافة الأرباح الجارية .

ويشهد الأردن تطورات تنعكس على أداء سوق رأس المال ليكون أكثر تجاوبا مع المستجدات في توفير بيئة استثمارية تضمن جذب الإدخارات والإستثمارات

انسجاما مع متطلبات المرحلة القادمة لمواكبة أسواق رأس المال العالمية . وهذا ما جعلنا نتحدث عن سوق عمان المالي وتجربته ضمن إطار أسواق المال العربية والأهداف المرسومة لها .

وقد أردت في هذا الكتاب سد ثغرة تشكو منها مكتبات كليات المجتمع، فهناك مؤلفات تناولت مواضيع محددة من الإستثمار ، ولكننا لم نجد كتابا شاملا يغطي منهاج مادة مبادئ الإستثمار لطلبة كليات المجتمع، هذه المادة التي أُدرجت في جميع الخطط الدراسية لطلبة برنامج الأعمال الإدارية والمالية " تخصص الإدارة المالية والمصرفية". والتي اصبحت لبنة أساسية في بناء شخصية المستثمر ودارس الإستثمار.

وقد وزعت الكتاب في فصول عشرة لتوضيح المفاهيم والنظريات ذات العلاقة بالاستثمار مع دراسة المخاطر والعوائد وأثرهما على اتخاذ القرار الإستثماري وتكوين المحافظ الاستثمارية ، وذلك بدراسة مجالات الإستثمار وخصائصها وأدوات الاستثمار المتنوعة وأسواقها . وكيفية المفاضلة بين البدائل الإستثمارية لغايات اتخاذ القرار الأفضل .

وقد جاء الفصل الأول كمقدمة في الإستثمار تناولنا من خلاله تعريف الإستثمار ومفاهيمه وأهدافه، ثم الأوراق المالية والتمييز بين الإستثمار والمضاربة والمقامرة لتحليل مفهوم العائد والمخاطرة في الإستثمار . أما الفصل الثاني فقد خصصناه لأسواق ومؤسسات الإستثمار ، فتحدثنا عن السوق المالية، النقدية ، رأس المال ، العملات الأجنبية والأوراق المالية وخصائص كل منها ثم تناولنا مؤسسات السوق المالية والنقدية ، فخصصنا جزءاً للأسواق المالية العربية ودراسة لسوق عمان المالي.

على حين تناولنا في الفصل الثالث أركان وأساليب التعامل في أسواق الإستثمار المالي لنترك مجالا في الفصل الرابع لموضوع سعر الفائدة والإستثمار، أما الفصل الخامس فجعلناه لبحث تكوين المحافظ الإستثمارية وتحليلها وتعديلها . فدرسنا

مفهوم المحافظ وتكوينها وأهم أنواعها ثم كيفية تقييمها وقياس عوائدها من أجل تعديلها، على أن يكون موضوع المبادلة بين المخاطرة والعائد عنوانا للفصل السادس، فنبين من خلاله كيفية تحليل العائد والمخاطرة وقياس المخاطر والعوائد فالمبادلة بينهما .

أما الفصل السابع فخصص للإستثمار بالأسهم والسندات ، على حين قام الفصل الثامن بدراسة أسس تقييم الأوراق المالية والهدف من التقييم حيث تناولنا مفهوم القيمة وتقييم السندات والأسهم الممتازة والأسهم العادية. وتناول الفصل التاسع موضوع التعامل بأدوات الإستثمار في السوق النقدية كحسابات الإستثمار وشهادات الإيداع والقبولات المصرفية واتفاقيات إعادة الشراء والتعامل بحقوق الإختيار والعقود المستقبلية. وكان آخر الفصول العشرة معنونا بأساليب المفاضلة بين أوجه الإستثمار لدراسة طرق قياس تحرك السوق وتصنيف البدائل الإستثمارية فرسم الإستراتيجية لاختيار البديل الإستثماري الأفضل .

وقد توخّى المؤلف جعل الكتاب موافقاً ومنسجماً مع خطط وزارة التعليم العالي في مادة " مبادئ الاستثمار " منهجاً وتطبيقاً ، خدمة لزملاء المهنة في كليات المجتمع ولأبنائنا الطلاب الذين ما ادّخرنا من جهدنا شيئاً في توفير أفضل سبل البحث لهم عبر سنيّ عملنا في هذه المهنة النبيلة.

والله نسأله السداد والتوفيق

المؤلف

أحمد زكريا صيام

عمان / ١٤١٨هـ ١٩٩٧م

الفصل الأول

مقدمة في الإستثمار

إن للوعي الإستثماري وتطور الأسواق المالية - عربيا - دورهما في إنشاء شركات الاستثمار وازدهارها رغم حداثة عهدها ، وإن مجال الإستثمار واسع رغم أنه لم يحظ بالاهتمام الكبير كعلم إلا بعد منتصف السبعينات ، حيث ظهرت الرساميل وزاد حجم الإنتاج من النفط وما تبع ذلك من ارتفاع شديد في الأسعار.

فالاستثمار هو مجموع التوظيفات التي من شأنها زيادة الدخل وتحقيق الإضافة الفعلية إلى رأس المال الأصلي ، في ظل المخاطر المحيطة بالمشروع. وبذلك يسعى المستثمر دوما لتحقيق العائد من خلال رسم الاستراتيجية الاستثمارية، والخطط المستقبلية .

ونفترض في القارئ الكريم بعد دراسته هذا الفصل أن يفيد من موضوعاتها التالية :

* تعريف الاستثمار ومفاهيمه.
* الاستثمار الحقيقي والاستثمار المالي.
* أهداف الاستثمار ومخاطره.
* الأوراق المالية وأنواعها .
* التمييز بين الاستثمار والمضاربة والمقامرة.
* مفهوم العائد والمخاطرة في الاستثمار وتحليل منحنى العائد والمخاطرة.

تعريف الإستثمار ومفاهيمه

إن مجال الإستثمار واسع ويعتمد في مفاهيمه على كثير من العلوم الأخرى كالإحصاء والرياضيات والإقتصاد ، إلا أنه لم يحظ بالكثير من الإهتمام ، كونه علما حديث النشأة ظهر في أواسط السبعينات مع ظهور الرساميل وزيادة حجم إنتاج النفط وما تبع ذلك من ارتفاع شديد في الأسعار نتيجة ازدياد الكميات المباعة منه، ولا شك أن للوعي الإستثماري وتطور الأسواق المالية عربيا دورهما في إنشاء شركات الإستثمار رغم حداثة عهدها فبقيت بسيطة في معاملاتها بعيدة عن التعقيد.

ويعتمد الإستثمار على نظرية الدخل وبعض المفاهيم الإقتصادية كالإستهلاك والإدخار . ولكن قبل أن نشرع بتعريف الإستثمار جدير بنا أن نقدم بعض التعريفات:

الدخل : وهو ما يستطيع الفرد أن يحصل عليه خلال فترة زمنية محددة لينفقها على نفسه جراء توظيف عوامل الإنتاج بما يزيد على ثروته. وهنا نميز بين مفهومي الإيراد والدخل . فبيع الفرد لبعض ممتلكاته كالمجوهرات مثلا تعتبر إيرادا نقديا يخول للفرد أن يصرفه لتلبية بعض احتياجاته ولكنه في ا لواقع إنقاص من ثروته المملوكة، ولذلك فهو لا يعتبر دخلا إضافيا. من هنا يعرف الدخل على أنه مجموع ما يتحصل من أجور ورواتب وفوائد وإيجارات وأرباح لأسهم مستثمرة.

ويتوزع الدخل ما بين استهلاك وادخار ويُعبر عن ذلك بالمعادلة :

ي = س + خ

حيث ي : الدخل ، س : الإستهلاك ، خ : الإدخار

الإستهلاك : وهو ذلك الجزء المستقطع من الدخل لإنفاقه على السلع والخدمات بقصد إشباع رغبات الفرد وحاجاته المتعددة ، وعلى اعتبار أن مستوى دخل الفرد هو المؤثر

الدخل والإستهلاك هي علاقة طردية فزيادة الدخل ستنعكس حتما على الإستهلاك بالزيادة والعكس فكلما انخفض مستوى الدخل انخفض الجزء المستقطع للإستهلاك وهذا ما يُسمى بدالة الإستهلاك ويُعبر عنها بالمعادلة :

س = د (ي)

حيث : س : الإستهلاك   د (ي) : هي دالة الدخل

الإدخار : سبق وأن قلنا إن دخل الفرد يتوزع ما بين استهلاك وادخار وعبرنا عن ذلك بالمعادلة : ي = س + خ ، ومعنى ذلك أن تغير مستوى الدخل سيؤدي إلى تغير حجم الإدخار ، وبذلك فإن العلاقة التي تربط الدخل والإدخار هي علاقة طردية فزيادة الدخل ستنعكس حتما على زيادة الجزء المستقطع للإدخار والعكس فكلما إنخفض مستوى الدخل انخفض الجزء المستقطع للإدخار . وهذا ما يسمى بدالة الإدخار ويُعبر عنها بالمعادلة :

خ = د (ي)

حيث : خ : الإدخار   ، د (ي) : دالة الدخل

وبذلك فإن الإدخار هو ذلك الجزء المستقطع من الدخل بحيث لا ينفق على سلع وخدمات في الوقت الحاضر وإنما يتم إيداعه في البنوك أو يكتنز.

الإستثمار : يقوم الأفراد بتوزيع دخولهم بين استهلاك وادخار وإن زيادة أحدهما ستؤدي إلى إنخفاض الآخر، وادخار الأموال دون توظيفها يعتبر إكتنازا لها ، لذلك يهمنا أن يكون هناك إدخارحقيقي ، بمعنى أن توجه تلك الإدخارات لزيادة الدخول عن طريق زيادة الإنتاج.

ويمكننا تعريف الإستثمار على أنه ذلك الجزء المستقطع من الدخل لإستخدامه في العملية الإنتاجية بهدف تكوين رأس المال ، ويتحدد ذلك من خلال النظر لسعر

الفائدة والكفاءة الحدية للإستثمار . فحجم الإستثمار يتوقف اساسا على حجم الإدخارات والإدخارات بدورها لها محددات من أهمها :

الدخل : حيث كلما زاد الدخل يزداد الإدخار ، وكلما إنخفض الدخل أدى ذلك إلى انخفاض الإدخار ، وكلما كان توزيع الدخل أفقيا توسع الإستثمار وكان شاملا، على حين إذا إنحصر الدخل في يد فئة محددة فذلك سيعمل على احتكار الإستثمار في فئة محددة .

الميل للإستهلاك : كلما كان الميل للإستهلاك أكبر كان الميل للإدخار أصغر والعكس صحيح فكلما كان الميل للإستهلاك أقل كان الميل للإدخار أكبر وهذا ما يُعبر عنه بالميل المتوسط للإستهلاك والميل المتوسط للإدخار ، الميل الحدي للإستهلاك والميل الحدي للإدخار بحيث نُعبر عن ذلك رياضيا بالمعادلتين :

أ- صفر 〈 م ح س + م ح خ 〈 1

حيث م ح س : الميل الحدي للإستهلاك

م ح خ : الميل الحدي للإدخار.

ب- وكذلك صفر〈 م م س + م م خ 〈 1

حيث م م س : الميل المتوسط للإستهلاك

م م خ : الميل المتوسط للإدخار.

العادات والتقاليد : فبعض المجتمعات تتجه للتوفير والإدخار وبعضها يذهب لتوجيه كل الدخل للإستهلاك وبعضها لا يكفي دخله لسداد حاجاته ورغباته.

التضخم : فإذا ضعفت القوة الشرائية للنقود بشكل مستمر ضعُفت الإدخارات تلقائيا وقلت إمكانيات التكوين الرأسمالي. وعندئذ يصبح من الضرورة اتخاذ العديد من الإجراءات لمعالجة التضخم من خلال السياسة النقدية والأدوات المعهودة كعمليات السوق المفتوحة وسياسة الإحتياط النقدي وسياسة سعر الخصم ومن خلال السياسة المالية وما إلى ذلك .

النظام الضريبي : كلما زاد العبء الضريبي إنخفضت الإدخارات فانعكس ذلك سلبا على عملية الإستثمار وبالتالي تكوين رأس المال، في حين أنه إذا إنخفض العبء الضريبي زادت إحتمالات الإدخارات وبالتالي توجيهها للعملية الإستثمارية وزيادة تكوين رأس المال فتوليد الدخول .

تعريف الإستثمار :

مما سبق نستنتج أن الإستثمار هو مجموع التوظيفات التي من شأنها زيادة الدخل وتحقيق الإضافة الفعلية إلى رأس المال الأصلي من خلال امتلاك الأصول التي تولد العوائد ، نتيجة تضحية الفرد بمنفعة حالية للحصول عليها مستقبلاً بشكل أكبر من خلال الحصول على تدفقات مالية مستقبلية ، آخذا بعين الإعتبار عنصري العائد والمخاطرة، وسنأتي لاحقا على تفصيل كل منهما وكيف أن زيادة أحدهما تعمل على زيادة الآخر بمعنى كلما زاد العائد كانت المخاطرة أكبر. ويمكن تعريف الإستثمار حسب الزاوية التي تنظر منها فنميز بين أنواع الإستثمار التالية:

الإستثمار الحقيقي والإستثمار المالي

قد تختلف المسميات إلا أن الجوهر واحد ، فمن خلال دراسة الإستثمار نستطيع التمييز بين نوعين أساسيين له وهما :

الإستثمار الحقيقي : والإستثمار الحقيقي أو الإنتاجي أو الإقتصادي هو التوظيف الذي يتحقق من شراء وبيع أو استخدام الأصول الإنتاجية التي تعمل على زيادة السلع والخدمات بشكل فائض مما يزيد من الناتج القومي الإجمالي.

الإستثمار المالي : والإستثمار المالي أو الظاهري أو الإيرادي لا ينتج عنه زيادة حقيقية في انتاج السلع والخدمات وإنما يتم من خلال نقل ملكية وسائل الإنتاج والأموال المستثمرة من مستثمر لآخر مما يعمل على تحقيق إيرادات ووفورات مالية.

وعليه يجب التمييز بين الأصول الحقيقية والأصول المالية . فالأصول الحقيقية هي تلك التي تستعمل بشكل مباشر في إنتاج سلع إستهلاكية أو رأسمالية فتزيد من حجم السلع والخدمات . ومثال ذلك الالآت والسيارات والأراضي والأصول الثابتة.

أما الأصول المالية فهي تلك التي لا تستعمل بشكل مباشر في إنتاج السلع والخدمات ولكنها تعمل على توفير الأصول الحقيقية من خلال توفير الأموال اللازمة لشرائها وامتلاكها . ومن أمثلة ذلك السندات والأسهم الممتازة والعادية وشهادات الإيداع.

أهداف الإستثمار ومخاطره

مهما كان نوع الاستثمار والمخاطر المحيطة به فإن المستثمر يسعى دوما لتحقيق الأهداف التالية :

١- **تحقيق العائد الملائم** : فهدف المستثمر من توظيف أمواله تحقيق عائد ملائم وربحية مناسبة يعملان على استمرار المشروع ، لأن تعثر الإستثمار ماليا سيدفع بصاحبه للتوقف عن التمويل وربما تصفية المشروع بحثا عن مجال أكثر فائدة . من هنا نجد أن الشغل الشاغل لأي شخص يرغب بتوظيف أمواله هو تحقيق الأرباح المناسبة بعيدا عن الخسارة .

٢- **المحافظة على رأس المال الأصلي للمشروع**: وذلك من خلال المفاضلة بين المشاريع والتركيز على أقلها مخاطرة لأن أي شخص يتوقع الخسارة والربح ولكن إذا لم يحقق المشروع ربحا فيسعى المستثمر إلى المحافظة على رأس ماله الأصلي ويجنبه الخسارة.

٣- **إستمرارية الدخل وزيادته** : يهدف المستثمر إلى تحقيق دخل مستقر ومستمر بوتيرة معينة بعيدا غن الإضطراب والتراجع في ظل المخاطرة حفاظا على إستمرارية النشاط الإستثماري .

٤- ضمان السيولة اللازمة : لا شك أن النشاط الإستثماري بحاجة إلى تمويل وسيولة جاهزة وشبه جاهزة لمواجهة التزامات العمل ، لا سيما للمصروفات النثرية اليومية تجنبا للعسر المالي الذي قد يعرض للمشروع.

أسس إتخاذ القرار الإستثماري

لا بد للمستثمر عند اتخاذ قرار الإستثمار وتوظيف الأموال أن يأخذ بالإهتمام الأسس والاعتبارات التالية :

١- العائد المتوقع : سبق وأن أشرنا إلى أن هدف المستثمر دوما تحقيق عائد ملائم وربحية مناسبة بغرض إستمرار النشاط الإستثماري ، وحيث أن المستثمر يضحي ببعض ماله في الوقت الحاضر إنما يطمح أن يحقق مستقبلا عائدا مقابل هذه التضحية على شكل أرباح، أما إذا كانت نتيجة الإستثمار خسارة فعليه ألاّ يستمر في ذلك الإستثمار لأنه سيستنزف من أمواله الكثير ولن يحقق له عائدا إيجابيا.

٢- درجة المخاطرة المتوقعة : على المستثمر أن يُسلم بادئ ذي بدء بأن النشاط الإستثماري محفوف بالمخاطر النظامية وغير النظامية ولذلك عليه اختيار المشروع الذي يحتمل مخاطرته، ومن نافلة القول أن نذكر بالعلاقة الطردية بين المخاطرة والعائد. فينبغي على المستثمر أن يوازن ويوافق بين درجة المخاطرة والعائد المتوقع.

٣- إختيار الزمن المناسب : إن للإستثمار أدواته كما أن له أنواعه ، فعلى المستثمر أن يختار الوقت المناسب للقيام بالعملية الإستثمارية وكذلك اختيار الأداة الإستثمارية الأكثر سيولة وما يمكن تحليله إلى نقدية جاهزة في المدى القصير، فيجب على المستثمر أن يأخذ بعين الإعتبار وقت تحقيق العائد وإسترداد المبالغ المدفوعة.

ولكي يكون متخذ القرار الاستثماري مطمئنا لا بد أن تتوفر بعض الأساسيات التي يجب أن تؤخذ بعين الإعتبار ونذكر منها :

السيولة : والسيولة تعني توفر الحد المطلوب من التقوية الجاهزة لمواجهة أي طارئ أو مصروف مفاجئ.

الربحية : لا شك أن هدف المستثمر تحقيق عوائد مجزية لتوظيف أمواله وهذا العائد هو الربحية المتوقعة من توظيف الوحدة الواحدة من رأس المال، ولذلك يعتبر العائد المقابل المتحقق نتيجة تعطيل المبالغ في الوقت الحاضر وتشغيلها للحصول على مردود مستقبلي مقابل تلك التضحية.

الثقة والأمان :لا بد من التعامل بمبدأ الثقة والأمان بحيث تكون البيئة آمنة مستقرة وبالتالي يختار المستثمر أدوات الاستثمار الأقل مخاطرة والأكثر ربحية لتحقيق العائد.

الإستراتيجية الإستثمارية

لا شك أن الشخص عندما يفكر باستثمار وتوظيف أمواله واتخاذ القرار الإستثماري عليه أن يرسم استراتيجية معينة لهذه الإستثمارات مراعيا في ذلك التنويع والآجال الإستثمارية وحدود الإنكشاف والأدوات الإستثمارية المستعملة وأخيرا درجة التصنيف الإئتماني وسنقوم بتوضيح كل عامل من عوامل استراتيجية المستثمر على النحو التالي :

١- تنويع الإستثمار : ويُقصد بذلك التعامل بأدوات استثمارية متنوعة والإستثمار في مشاريع مختلفة بقصد تجنب - قدر الإمكان - الخسائر الضخمة والمخاطرة الكبيرة، ففي حالة التنويع هذه قد يحقق مشروع " أ " خسارة ولكن ربما يحقق مشروع "ب" ربحا يغطي الخسائر التي وقعت بالمشروع " أ " وهكذا حتى يتحقق للمستثمر أكبر المكاسب والعوائد.

٢- آجال الإستثمار : لا شك أن لأدوات الإستثمار تواريخ إستحقاق محددة ، من هنا كان واجبا على المستثمر أن يوفق بين الإستحقاقات والتدفقات للمحافظة على درجة سيولة مناسبة .

٣- حدود الإنكشاف : وهي حدود لا يسمح بتجاوزها من قبل المستثمر للتقليل من درجة المخاطرة. فلا يبالغ بالإقتراض أو البيع أو الشراء من جهة معينة سواء أكانت مؤسسة أم سوقا أم فردا.

٤- درجة التصنيف الائتماني : ويُقصد بذلك السمعة الائتمانية والمركز المالي للمؤسسات المصدرة وللأدوات الإستثمارية المستعملة، فلكل مؤسسة درجة تصنيف إئتماني تتوافق والمركز المالي . ولذلك على المستثمر اختيار الأداة الإستثمارية المناسبة من حيث العائد ودرجة المخاطرة.

تصنيفات مخاطر الإستثمار

تتعرض العملية الإستثمارية لمخاطر متعددة ، فمهما كانت عوائد الإستثمار كبيرة ، فلا يكاد يخلو أي إستثمار من احتمالات الخسارة وعدم تحقيق العائد المتوقع بسبب سوء التنبؤ وعدم دقة التوقعات نتيجة عدم التأكد من المستقبل . من هنا فللمخاطر تصنيفات عدة نجملها فيما يلي :

١ - المخاطر النظامية : وهي تلك المخاطر التي تنشأ عن البيئة والمحيط وتتعلق بالنظام المالي العام ، وليس للمشروع بحد ذاته دور رئيس فيها. ولذلك نجدها تؤثر على المستثمرين كافة دونما إستثناء ، والتنوع الإستثماري حيالها ليس حلا إلا أنه يمكن التخفيف من حدتها بقياسها لبعض المعاملات والمعايير .

٢ - المخاطر غير النظامية : وهي تلك التي تنشأ عن طبيعة ونوع الإستثمار لا من طبيعة النظام المالي العام . لذلك تكون خاصة بالمشروع وتأتي كنتيجة لبعض التعاملات الإستثمارية فتؤثر على مستثمر معين أو مشروع محدد دونما غيره من هنا

يمكن تفادي هذه المخاطر وتجنبها بشكل كبير من خلال التنوع الإستثماري وحسابها بالإنحراف المعياري.

ولا تنحصر المخاطر فيما ذكرنا من مخاطر نظامية وغير نظامية بل هناك تصنيفات أخرى نجملها فيما يلي :

أ- مخاطر النشاط الصناعي : فقد يتعرض نوع من الصناعة لمخاطر تنعكس على المتعاملين معه من خلال الأسهم الخاصة بذلك المشروع الصناعي.

ب- مخاطر أسعار الفائدة : لا شك أن تقلبات أسعار الفائدة وتغيرها لها أثرها على أرباح المستثمر فلو فرضنا أن شخصا وظف أمواله في مشروع إستثماري وبعد فترة معينة ارتفعت اسعار الفائدة فذلك سوف يؤثر سلبا على حجم العائد ، ولذلك فكثرة التذبذب في أسعار الفائدة تعمل على زيادة الفجوة والفارق في العوائد التي سيحققها المستثمر بين إنخفاض وإرتفاع لسعر الفائدة . لذلك ينصح بثبات سعر الفائدة أو عدم تذبذبها بشكل كبير حتى يستقر وضع المستثمر .

جـ- مخاطر السوق : إن تعرض السوق لإنهيارات مفاجئة وتقلبات سريعة وإنخفاض في الأسعار سيؤثر على المستثمر بشكل أو بآخر.

د- مخاطر التضخم والإئتمان :إن التضخم وما يعنيه من انخفاض للقوة الشرائية للنقود سيؤدي لانخفاض القيم الحقيقية للموجودات والأصول الإستثمارية، مما يؤدي إلى مشاكل مالية وربما عسر مالي لصاحب المشروع جراء عدم تمكنه من سداد ما عليه من التزامات مالية .

هـ- مخاطر قانونية واجتماعية : كثيرا ما تلجأ بعض الدول لعملية التأميم فتؤمّم بعض المشاريع مما يؤثر على مصلحة المستثمر . وإن العادات الإجتماعية والقوانين السائدة في بعض الدول كطبيعة الإستهلاك والميول والرغبات وأذواق الناس لها دورها كذلك.

خصائص الإستثمار الناجح

من خلال ما سبق ذكره من مخاطر يتعرض لها الإستثمار نستطيع إجمال خصائص الإستثمار الناجح في النقاط التالية :

أ- الحفاظ على قيمة الإستثمار الأصلية : ففي حالة التضخم النقدي تنقص القيمة الحقيقية للإستثمار ، فيسعى المستثمر للمحافظة على رأس المال الأصلي للمشروع.

ب- تحقيق دخل مستمر وريع إستثماري :حيث يجب أن تغطي العوائد المبالغ المستثمرة فتكون حصيلة الإيرادات تفوق المصروفات.

ج- مراعاة القوانين السائدة : على المستثمر أن يراعي الناحية القانونية بحيث يتجنب الوقوع في المخالفات والغرامات التي تقلل من أرباحه وتزيد من مصروفاته.

د- الحفاظ على درجة سيولة دائمة : إن اختيار المستثمر للأدوات الإستثمارية المناسبة يمكنه من تحقيق السيولة التي تفي بالتزاماته الأمر الذي يجنبه العجز المالي فيحفظ جزء من المبالغ النقدية في صندوق المشروع لمواجهة الطوارئ .

وعموماً فأي مشروع إستثماري حتى يكون ناجحا لا بد أن يحقق ما سبق ذكره وإضافة لتحقيق تراكم رأس المال المتمثل في جني الأرباح الرأسمالية، ويفضل الكثير من المستثمرين التركيز على أدوات إستثمارية ملموسة كالتعامل بالعقارات مثلا وبعض المعادن الثمينة ، كون عنصر التغير في قيمتها على المدى القصير محدوداً إذا ما قارناه ببعض الأصول الإستثمارية الوهمية كحق التأليف وشهرة المحل.

ويبقى أن نذكر ضرورة تنويع الإستثمارات للتخفيف من حدة المخاطرة، وبالتالي تساهم عوائد بعض الإستثمارات في تغطية الخسائر التي تحققت من إستثمارات أخرى.

الأوراق المالية وأنواعها

سبق أن ذكرنا بأن الإستثمار هو توظيف للأموال بالتضحية فيها في الوقت الحاضر للحصول على عوائد مجزية وتدفقات مالية مستقبلية تعوضه عن النقص في القوة الشرائية لتلك الأموال نتيجة التضخم النقدي وما يرافق ذلك من مخاطر نظامية وغير نظامية . وميّزنا بين الإستثمار الحقيقي والإستثمار المالي.

وسنتناول دراسة الأوراق المالية وأنواعها، فالمستثمر الذي يملك أصلا ماليا غير حنيقي يعتبر مستثمرا في سوق الأوراق المالية من خلال حيازته للأسهم والسندات، على إعتبار أن الأوراق المالية بأنواعها إحدى أدوات الإستثمار المعروفة في العصر الحديث نظراً لما تحققه من مزايا وفوائد للمستثمر قد لا تتوفر في أدوات إستثمارية أخرى.

ويمكن تعريف الأوراق المالية على أنها أدوات الإستثمار ذات الصيغة القانونية التي تضمن لحاملها حقوقاً وامتيازات لتحقيق عوائد ومنافع في زمن معين تحت شروط معينة وهي إما أن تكون حقوق ملكية أو حقوق دائنية وبالتالي تنقسم الأوراق المالية إلى نوعين رئيسيين هما :

أولا : حقوق الملكية (الأسهم)

ونعني بها المشاركة في الملكية ومثال ذلك الأسهم بنوعيها العادية والممتازة، والأسهم عبارة عن حصص متساوية في ملكية مؤسسة أو شركة مساهمة مثبتة بصكوك قانونية يمكن تداولها بيعاً وشراءً في الأسواق المالية ، ويمثل مجموع الأسهم نصيب مالكها من رأسمال الشركة بناء على قيمة السهم الإسمية عند التأسيس ، وعليه فالأسهم وسيلة من وسائل تمويل الشركة وتكوين رأس المال وتخول مالكها بعض الحقوق والإمتيازات منها :

١- انتخاب أعضاء مجلس الإدارة .

٢- ترشيح نفسه للمشاركة بإدارة الشركة بالقدر الذي يملكه من الأسهم.

٣- الحصول على نصيبه من الأرباح الموزعة بما يعادل نصيبه من رأس المال المدفوع، فإذا كانت له نسبة الثلث من الأسهم حصل على نسبة الثلث من الأرباح ، أما إذا كانت له نسبة الثلثين من رأس المال فإنه يحصل على نسبة الثلثين من الأرباح، وهكذا نجد أن العلاقة التي تربط نسبة الأسهم المملوكة من رأسمال الشركة مع الأرباح هي علاقة طردية فكلما زادت حصة المستثمر من الأسهم زادت حصته من الأرباح.

٤- الحصول على نصيبه من القيمة المتبقية عند التصفية . بعد تسديد الشركة ما عليها من التزامات.

٥- له أولوية الاكتتاب في الإصدارات الجديدة والإطلاع على وضعية الشركة وسجلاتها.

وتنقسم الأسهم العادية إلى أنواع أساسية هي :

١- **أسهم إسمية** : وهي أسهم يثبت عليها إسم مالك الأسهم وتسجل الأسهم لدى الشركة باسم صاحب الشأن وبذلك يسجل على شهادة الأسهم اسم الشخص لذلك سميت أسهماً إسمية لكتابة إسم المالك صراحة.

٢- **أسهم إذنية أو لأمر** : يذكر هنا اسم صاحب السهم في الشهادة مع إظهار الإذن أو الأمر .

٣- **أسهم لحامله** : وهنا لا تحمل شهادة الأسهم إسم صاحب الأسهم وإنما يصبح مالكاً للأسهم حامل الشهادة ولذلك سُميت أسهماً لحاملها.

كما ويتخذ السهم العادي تلك القيم حسب مراحل حياة الشركة :

أ- **القيمة الإسمية** : وهي قيمة السهم التي تتحدد عند تأسيس الشركة وتثبت في شهادة الأسهم الصادرة لمالكها.

ب- قيمة الإصدار : وغالبا ما تكون مساوية للقيمة الإسمية أو أكثر منها وتتحدد عند طرحها للإكتتاب العام. ولا يجوز أن تكون قيمة إصدار السهم أقل من قيمة السهم الإسمية .

جـ- القيمة السوقية :وهي القيمة التي تحدد للسهم في السوق المالي من خلال تداول السهم وظروف العرض والطلب عليه.

د- القيمة الدفترية : وتستخرج من سجلات ودفاتر الشركة من خلال قيمة الأصول في دفاتر الشركة ولذلك سميت بالقيمة الدفترية لإستخراجها من الدفاتر.

هـ- القيمة التصفوية : وهي قيمة السهم عند تصفية الشركة وسداد ما عليها من التزامات وحساب صافي قيمة الأصول . وإذا اردنا الحصول على القيمة التصفوية لسهم قسمنا حصيلة التصفية على عدد أسهم الشركة.

أما النوع الثاني من الأسهم فهو الأسهم الممتازة حيث يفضل بعض المستثمرين الأسهم الممتازة على غيرها ، كونها تجمع بين الأسهم العادية من حيث حق الملكية وبين السند في كونه محدد الفائدة مسبقاً. فالأسهم الممتازة أوراق مالية تضمن لحاملها ميزات لا تضمنها الأسهم العادية. ومثال ذلك حصول حامل السهم الممتاز على أرباح محددة بنسبة سنوية ثابتة أو بمبلغ محدد بغض النظر عن نتيجة أعمال الشركة وما حققته من رقم الأعمال، كما أنه قد لا يتم توزيع الأرباح على أصحاب الأسهم العادية لكن من الضروري توزيع الأرباح على أصحاب الأسهم الممتازة وكذلك عند تصفية الشركة يكون لحامل السهم الممتاز الأولوية في الحصول على كامل حقوقه.

وبذلك يكون السهم الممتاز حق ملكية غير محدودة الفترة ولا ينتهي إلا بتصفية الشركة، إلا أنه لا يجوز خصم أرباح الأسهم الممتازة من الوعاء الضريبي. فبعض التشريعات تعفي نسبة معينة من الأرباح الموزعة عليها من ضريبة الدخل.
وتنقسم الأسهم الممتازة إلى أنواع هي :

١- الأسهم الممتازة المجمعة الأرباح : أي من حق مالك السهم الممتاز أن يرحل الأرباح المجمعة غير الموزعة من سنة لأخرى في حالة عجز الشركة عن الدفع أو حققت الشركة أرباحاً و لم تعلن عن توزيعها لسبب ما.

٢- الأسهم الممتازة المشاركة في الأرباح : وهي إعطاء الحق لمالك تلك الأسهم بمشاركة المساهمين في الأرباح المودعة ، ويمكن أن يكون هناك حد أقصى للمشاركة في الأرباح أو لا يكون هناك حد مقيد .

٣- الأسهم الممتازة القابلة للتحويل : وهي فرصة تحويل الأسهم إلى أسهم عادية عند ارتفاع القيمة السوقية للسهم العادي فيحقق عائداً جيداً مع مراعاة الظروف المحيطة.

٤- الأسهم الممتازة القابلة للإستدعاء : وهي إلزامية الشركة لصاحب السهم برده للشركة بسعر محدد وفترة زمنية محددة من تاريخ الإصدار. وذلك لتقليص عدد أصحاب الأسهم الممتازة.

ثانيا : حقوق الدائنية (السندات)

النوع الثاني من الأوراق المالية هو السندات التي تمثل حقوق الدائنية كونها قروضاً تقترضها الجهات الحكومية أو الخاصة لتمويل عملياتها ، ويستعمل السند لتنظيم الائتمان وعرض النقود وقد تلجأ البنوك المركزية لإصدار السندات في حالة التضخم لامتصاص السيولة النقدية الزائدة في السوق.

فالسند حق دائنية يتعهد من خلاله المقترض بدفع مبلغ معين مقابل اقتراضه مضافاً إليه فوائد القرض المحددة بنسبة معينة وفي تاريخ محدد. وعليه فالسند قابل للتداول بيعاً وشراءً في السوق المالي. وبالتالي يعتبر أداة دين تضمن لحاملها حق الدائنية. ففي حالة تحصيل الأرباح وتصفية الشركة تكون لحامل السند الأولوية. كما

أن السند من أدوات الإستثمار ثابتة الدخل كونه يحصل على فائدة ثابتة. وعليه يكون للسند فترة زمنية محددة.

والسندات أنواع فمنها سندات حكومية تصدر عن الدولة كسندات الخزينة وهناك السندات التي تصدر عن الجهات الخاصة كالمؤسسات والشركات والبنوك، إلا أن السندات الحكومية أكثر مصداقية وأماناً من غيرها وتمتاز عن غيرها أن فوائدها معفية من ضريبة الدخل .

كما قد تكون السندات لحاملها فلا يذكر اسم المستثمر ويمكن انتقالها من يد لأخرى. أو تكون سندات إسمية يسجل عليها صراحة اسم المستثمر. وقد تصنف السندات حسب الآجال فتتوزع بين سندات طويلة الأجل بفوائد أعلى من غيرها أو سندات متوسطة الأجل وتكون الفوائد عليها أقل من فوائد طويلة الأجل ، وسندات قصيرة الأجل لا تتجاوز مدتها عاماً واحداً وتكون معدلات الفائدة عليها قياساً مع غيرها قليلة نظراً لقصر آجالها وانخفاض درجة المخاطرة.

كما قد تصنف السندات بصفتها مضمونة أو غير مضمونة. وقابلة للاستدعاء وكذلك قابليتها للتحويل وغير ذلك.

مقارنة بين الأسهم والسندات

لعلنا نتمكن من إيضاح الفوارق بين الأسهم والسندات في النقاط الآتية :

١- **من حيث الإدارة والترشيح** : يحق لمالك السهم التدخل في إدارة الشركة والاطلاع على سجلاتها والترشيح والتصويت وحضور اجتماعات جمعياتها العمومية، بينما لا يحق ذلك لمالك السند.

٢- **من حيث العائد** : لا يحصل مالك السهم على أرباح إلا إذا حققت الشركة ربحاً وكانت هناك إمكانية توزيع الأرباح وبذلك لا يكون العائد ثابتاً. على حين مالك السند يحصل على فائدة سنوية ثابتة حتى لو لم تحقق الشركة ربحاً.

٣- من حيث الإسترداد : لا يحق لمالك السهم استرداد قيمة الأسهم ما دامت الشركة قائمة و لم تصفّ ولكن إذا أراد الحصول على قيمة أسهمه اتجه للسوق المالي وقام ببيعها ، أما مالك السند لا يحق له الحصول على قيمة السند إلا بعد انتهاء فترة العقد المتفق عليها .

٤- من حيث الأولوية : لمالك السند أولوية الحصول على الأرباح عند توزيعها أو عند تصفية الشركة .على صاحب السهم مهما كان نوعه سهما ممتازا أم عاديا.

٥- من حيث الضمان : يكون لمالك السند ضمانة على أموال الشركة ليتمكن من استرداد المبلغ الذي أقرضه ولذلك صنفت السندات على أساس الضمان ، أما مالك الأسهم فليس لديه ضمانات.

التمييز بين الإستثمار والمضاربة والمقامرة

عرفّنا الإستثمار فيما مضى على أنه عملية علمية لها أسسها وقواعدها وأشخاصها المتخصصون وطريقة ممارستهم للعملية الإستثمارية مستندة على حسابات دقيقة في ظل العائد المتوقع ودرجة المخاطرة السائدة. كما يستفيد المستثمر من تجارب الآخرين في العمليات الإستثمارية المماثلة. ومن مزايا عملية الإستثمار أنها عملية جماعية تشترك فيها أطراف عديدة معتمدة على فترة استثمارية طويلة الأمد أساساً أو متوسطة وقد تكون قصيرة حسب نوع الإستثمار. من هنا نجد أن درجة المخاطرة إذا ما قورنت بغيرها تكون منخفضة ويمكن حسابها وبالتالي تجنب بعضها، كما أن عائد العملية الإستثمارية قد يكون متواضعاً بعض الشيء إلا أنه يتناسب وحجم المخاطرة.

على حين أن المضاربة شائعة الإستعمال بين المتعاملين في سوق الأوراق المالية وتأتي بين الإستثمار والمقامرة. فعملية المضاربة هي عملية تكثيف في الإستثمار معتمدة على معلومات تكاد تكون موثوقة لمن لهم صلة بالمحللين الماليين ولهم قدرة على التنبؤ بمعلومات عن السوق قد لا تتوافر لغيرهم فيبادر المضارب باستغلال الفرصة فيبيع كل

ما لديه من أوراق مالية بسعر أقـل مـن سـعر السـوق إذا كـان يتوقـع هبـوط الأسـعار ولذلك تعتمد المضاربة على نشاط المضارب وصلاتـه بـالآخرين فهـي عمليـة ضروريـة لتنشيط السوق رغم أنها تعتمد على الأجل القصير في تحقيق المكاسب السريعة فدرجـة المخاطرة فيها مرتفعة نسبياً ولكن العائد كذلك يكون مرتفعاً.

أما المقامرة التي يُعرفها بعض المهتمين أنها المبالغة في المضاربة علـى أسـس غـير عقلانية وغير علمية لأن المقامرة هي مراهنة على شيء غير مؤكد الحصول فهي تعتمـد الآجال القصيرة جداً والآنية ودرجة المخاطرة فيها عالية جدا ولكن أرباحها إن تحققت كانت مرتفعة جداً وإن لم يحالفه الحظ كانت خسائر المقامر كبيرة جداً . من هنـا نجـد أن بعضهـم يعتبر المقامرة نوعاً من أنـواع الإستثمار الـذي يحقـق الربـح الكبـير في ظـل مخاطرة كبيرة.

وكلها في النهايـة مفـاهيم متعلقـة بالإسـتثمار ولكـن لكـل مفهـوم خصائصـه الإيجابية والسلبيّة .

مفهوم العائد والمخاطرة في الإستثمار وتحليل منحنى العائد والمخاطرة

في هذا الجزء سنتعرف على مفهوم العـائد ومفهـوم المخـاطرة ومـن ثَـمّ تحليـل منحنى كل منهما .

مفهوم العائد : يُعرف العـائد علـى أنـه مـا سـيحصل عليـه المسـتثمر بالمسـتقبل نتيجـة تضحيته في الوقت الحالي بأمواله من خلال توظيفها بالعملية الإستثمارية لفترة محددة.

إلا أن حصـول المسـتثمر علـى العـائد المتوقـع ليـس مؤكـدا نظـراً لمـا يحيـط بالإستثمار من احتمالات وقوع الخسارة وتغيير في السياسات الحكومية وسـعر الفـائدة وتقلبات سعر الصرف وظروف غيبية يعجز العقل البشري عـن معرفتهـا رغـم التطـور العلمي والتكنولوجي. فتبقى تنبؤات المستثمر معرضة لشيء من عدم اليقين.

مفهوم المخاطرة : يصعب أن نحدد بدقة درجة مخاطرة أي مشروع استثماري نظراً لعدة عوامل كطبيعة ونوع الإستثمار مثلا، ولذلك هناك من يُقسم الأوراق المالية من حيث الأوراق ذات المخاطرة العالية والأوراق قليلة المخاطرة. وقد تحدثنا فيما مضى عن أنواع المخاطر من حيث المخاطر النظامية وغير النظامية.

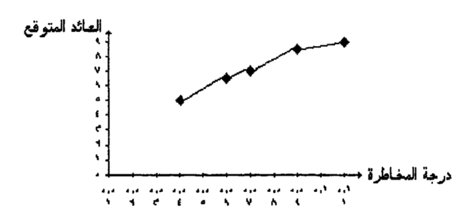
إذن فالعائد والمخاطرة مفهومان مترابطان بعلاقة طردية، فكلما حقق المستثمر عائداً أكبر تطلب ذلك الأمر أن يتحمل درجة مخاطرة أكبر، أما إذا كان المستثمر غير مستعد لتحمل درجة مخاطرة عالية فعليه توظيف أمواله في استثمارات أقل خطورة ولكن عندئذ سيكون العائد أقل.

وبذلك كلما زادت المخاطر الإستثمارية زاد العائد المتوقع من هذا الإستثمار والعكس فكلما نقصت المخاطر الإستثمارية نقص العائد المتوقع من هذا الإستثمار . وإليك المثال الآتي لتوضيح العلاقة بين العائد والمخاطرة وتبيان المنحنى :

مثال :

نفترض أن مستثمراً أراد أن يوظف مبلغاً من المال بشراء بعض الأسهم في السوق المالي من عدة شركات . فجمع البيانات التالية عن الأسهم كما هو موضح بالجدول. ولنوضح العلاقة بين العائد والمخاطرة على الإستثمار من خلال تحليل منحنى العائد والمخاطرة.

نوع السهم	العائد المتوقع	درجة المخاطرة
أ	٩٪	١١ر٠
ب	٥ر٨٪	٠٩ر٠
جـ	٧٪	٠٧ر٠
د	٥ر٦٪	٠٦ر٠
هـ	٥٪	٠٤ر٠



نستنتج مما سبق أن العلاقة بين العائد والمخاطرة هي علاقة طردية فالمنحنى يتجه من أسفل إلى أعلى . ويمكننا قياس المخاطر بإحدى الطريقتين إما الانحراف المعياري أو البيتا .

الفصل الثاني

أسواق ومؤسسات الإستثمار

تُعرف أسواق الإستثمار في الأوراق المالية أسهماً كانت أو سندات بالأماكن التي تضمن تداول تلك الأوراق بيعاً وشراءً بطريقة قانونية ومنظمة تحت إشراف الإدارة المعنية وبأدوات وأسس مدروسة .

والأسواق المالية التي يتم فيها تداول أدوات الإستثمار المالي تعمل على توجيه المدخرات نحو الفرص الاستثمارية المربحة بما يضمن مصلحة الأطراف المتعاملة، إلا أن لأسواق الإستثمار المالي تصنيفات عدة. كما أن مؤسسات السوق المالية والنقدية تشكل الركائز الأساسية للسوق المالية والنقدية.

وقد لعب سوق عمان المالي دوراً بالغ الأهمية في الحياة الإقتصادية بالعمل على استقطاب رؤوس الأموال وتوظيفها .

ونقدم لدارس هذا الفصل الموضوعات الرئيسية التالية :

* السوق المالية وأهميتها في الإقتصاد وتصنيفاتها.
* السوق النقدي وخصائصه
* سوق رأس المال وخصائصها.
* سوق العملات الأجنبية وخصائصها.
* سوق اليورودولار.
* مؤسسات السوق المالية والنقدية.
* الأسواق المالية العربية .
* سوق عمان المالي.

السوق المالية وأهميتها في الإقتصاد وتصنيفاتها

إن ظهور الفوائض المالية نتيجة الثروة النفطية في منتصف السبعينات وما تبعها من زيادة في حجم الإنتاج البترولي وارتفاع في المبيعات أدى إلى زيادة الإدخارات والتفكير في توظيف تلك الأموال بما يضمن العائد المجزي ، وعليه فإن أي مكان يضمن توظيف الفوائض المالية ويحقق عوائد مرغوباً فيها يطلق عليه اسم أسواق الإستثمار.

فأسواق الإستثمار في الأوراق المالية أسهما كانت أم سندات هي تلك الأماكن التي تضمن تداول تلك الأوراق بيعاً وشراء بطريقة قانونية ومنظمة تحت إشراف الإدارة المعنية وبأدوات وأسس مدروسة . فبعض المستثمرين يفضل الحصول على أمواله سائلة فيحول الأسهم ببيعها في السوق المالية لتصبح أموالا جاهزة بيديه، وبعضهم الآخر يفضل توظيف أمواله السائلة بأن يستثمرها في شراء أوراق مالية.

والواقع أن فكرة السوق كسوق ليست جديدة فهي موجودة منذ القدم ولكن الجديد في الأمر الوسائل المستعملة والأدوات الإستثمارية وأساليب تداولها في ظل التطورات الإقتصادية والاجتماعية والمالية وتبعا لتطور وسائل الإتصال ووجود السماسرة والوسطاء.

تعريف الأسواق المالية

يمكننا تعريف الأسواق المالية أنها تلك الأماكن التي يتم فيها تداول أدوات الإستثمار المالي أسهماً كانت أو سندات أو غير ذلك من الأدوات بطريقة منظمة ومدروسة لتتم عملية البيع أو الشراء معتمدة في ذلك على القوانين واللوائح والتعليمات التي تضمن سير العملية بنجاح تحقيقاً للعائد المتوقع وتخفيفاً لدرجة المخاطرة المحتملة من خلال توجيه المدخرات الوجهة الإستثمارية الصحيحة في الأسواق المنظمة ضماناً لمصلحة الأطراف المتعاملة في السوق.

أهمية الأسواق المالية في الإقتصاد

من خلال توجيه المدخرات نحو الفرص الإستثمارية المربحة بما يضمن مصلحة الأطراف المتعاملة في السوق الذي تحكمه القوانين والتعليمات واللوائح نستطيع إيجاز ما للأسواق المالية الاستثمارية من أهمية في الإقتصاد من خلال ما تقوم به على النحو الآتي :

١- توفير مصادر تمويل للمستثمرين :ليس الأمر كما يظن بعض الناس أن البنوك وحدها القادرة على توفير الأموال للمستثمرين ، بل إن الأسواق المالية كذلك تعمل على توفير مصادر تمويل للمستثمرين من خلال اكتتاب الجمهور في الأسهم والسندات بما يعمل على توفير السيولة للشركات والجهات التي أصدرت السندات للاكتتاب، ومما لا شك فيه أن استمرار عملية التداول للأسهم في السوق بيعاً وشراءً سيضمن إمكانيات توسيع الشركات وزيادة نشاطها الإنتاجي مما يزيد من الثروة وبالتالي ازدهار الإقتصاد.

٢- توجيه الإدخارات نحو الإستثمار : تعمل هذه الأسواق على تشجيع المواطنين لزيادة حجم إدخاراتهم فتوجهها نحو تحقيق المكاسب الإستثمارية من خلال العوائد المحققة من عملية التداول في السوق المالي مما يدفع بالمواطنين لتوجيه ادخاراتهم نحو الإستثمار الأفضل بما يحقق العائد الأكبر والمخاطرة الأقل في ظل الظروف السائدة، وكما نعلم فزيادة الإستثمار ينبغي أن تعمل على زيادة الإنتاجية وتحسين النوعية مما يعود على الإقتصاد بالنمو.

٣- تحقيق التكافؤ والتوازن للسوق : إن جوهر عملية التداول بيعاً وشراءً هو انتقال ملكية الأدوات الإستثمارية من أسهم وسندات من مستثمر لآخر بناء على القوانين والتعليمات واللوائح المتبعة التي تنظم السوق بحيث لا تطغى قوى على أخرى أو يتلاشى صغار المستثمرين وبالتالي تنظيم عملية تداول الأوراق المالية حفاظاً على السعر

بناء على قوى العرض والطلب .

ففي سوق عمان المالي يجوز لأسعار الأسهم التحرك بوحدات نقدية على أن لا يتجاوز التغير في سعر السهم (٥٪) من سعر الإفتتاح . وهذا بقصد الحد من المضاربة الحادة وحفاظاً على صغار المستثمرين.

تصنيفات أسواق الإستثمار المالي

إن الأماكن أو الأسواق التي تتم فيها العمليات الإستثمارية وهي أسواق الإستثمار المالي يمكن تصنيفها إلى ثلاثة أنواع رئيسة هي :

١- السوق النقدي .

٢- سوق رأس المال .

٣- سوق العملات الأجنبية .

وسنتناول كل سوق بالتفصيل لتبيان خصائصه وتصنيفاته.

السوق النقدي وخصائصه

السوق النقدي هو ذلك السوق الذي يتم فيه تداول الأدوات الإستثمارية قصيرة الأجل والكبيرة الحجم كأذونات الخزينة وشهادات الإيداع والأوراق التجارية والقبولات البنكية .

أ- أذونات الخزينة : هي سندات قصيرة الأجل لا تزيد مدتها عن سنة واحدة ، كسندات الخزينة التي تقررها الدولة لتمويل خزانتها فتعتبر " دين عام " يدفع عليه فائدة وتكون القيمة الإجمالية كبيرة . ولذلك تعتبر أدوات دين حكومية تتراوح آجالها من ثلاثة أشهر إلى إثني عشر شهراً في الغالب.

ب- شهادات الإيداع : وتمثل اعترافا من البنوك التجارية بحق حاملها بما أودع من المال لأجل محدد وتصدر هذه الشهادات بقيم اسمية مختلفة وآجال معينة لكنها لا تزيد

عن سنة، إلا أن ما يميزها هو إمكانية حاملها للحصول على المبلغ قبل تاريخ الإستحقاق مقابل بيعها وبذلك فهي قابلة للتداول والتحويل .

هذا وقد انتشر مثل هذا النوع من الأدوات الإستثمارية في أمريكا وأوروبا في الستينات، أما في الأردن فأول ظهور لها كان عام ١٩٨٠.

جـ- **الأوراق التجارية** : وتشمل الكمبيالات والسحوبات وتعتبر أدوات استثمارية لها شكل السندات الإذنية الصادرة عن مراكز مالية جيدة ، لأن هذه الأوراق تمثل دخلا ثابتا ولها سعر خصم كأذونات الخزينة إلا أنها غير مضمونة وبذلك تكون درجة مخاطرتها عالية.

والكمبيالة مستند يتعهد بموجبه المقترض بدفع المبلغ المقترض مضافاً إليه الفوائد المستحقة أما السحوبات فهي أن يقوم التاجر مصدر البضائع بسحبها على التاجر مستورد البضائع. ويتعهد فيها المستورد بدفع قيمة البضاعة للمصدر خلال فترة زمنية محددة.

د- **القبولات البنكية** : وهنا يصبح البنك ضامناً متعهداً بدفع المبلغ . فالقبولات البنكية أداة دين تصدر عن البنك باعتبارها سحوبات زمنية للدفع المؤجل لقيمة بضاعة يتم استيرادها ، ولذلك يمكن تداول هذه القبولات البنكية بالسوق النقدي وتعتبر هذه الأداة وسيلة جيدة في تحريك التجارة الخارجية.

وبذلك يمكن تصنيف السوق النقدي إلى ثلاثة أصناف على النحو الآتي:

الصنف الأول : السوق المفتوحة : ويتم فيها التعامل بإسناد القروض والعملات الأجنبية والقبولات البنكية .

الصنف الثاني : سوق النقود تحت الطلب : كالودائع المصرفية والحسابات الجارية المدينة والدائنة .

الصنف الثالث : أسواق الخصم: وتعتمد أساسا الأوراق القابلة للخصم كالأوراق التجارية ممثلة بالكمبيالات والكفالات وشهادات الإيداع.

خصائص السوق النقدي

إن للسوق النقدي أهميته في كونه مصدراً تمويلياً قصير الأجل يمكن إجمال خصائصه في النقاط التالية :

١- يتم تداول الأدوات الإستثمارية في السوق النقدي عن طريق السماسرة الذين يملكون الخبرة ويكون حجم التداول كبيرا .

٢- تعتبر آجال الإستحقاق لأدوات السوق النقدي قصيرة فهي لا تتجاوز سنة واحدة.

٣- يمتاز هذا السوق بالمرونة العالية.

٤- درجة المخاطرة إذا ما قيست بغيرها قليلة وذلك لأن آجال الإستحقاق لا تزيد عن سنة وبالتالي لا يتوقع حاملها تغيراً كبيراً في الظروف السائدة إضافة لكونها صادرة عن جهات ذات مركز إئتماني جيد كالمؤسسات الحكومية والبنوك.

٥- يستطيع البنك المركزي تغيير أسعار الفائدة قصيرة الأجل بضبط احتياطيات البنوك العاملة ، وبذلك يكون لهذا السوق دوره في السياسة النقدية للبلاد باعتبار البنوك هي الأساس في السوق النقدي .

٦- يزيد من الطاقة الإنتاجية لمختلف المشروعات بتوفيره السيولة للأصول المالية قصيرة الأجل وبالتالي زيادة سرعة دوران رؤوس الأموال مما يحقق إزدهارا للإقتصاد الوطني .

سوق رأس المال وخصائصها

سوق رأس المال هي السوق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية بيعاً وشراءً والأدوات الإستثمارية طويلة الأجل ولذلك يسمى سوق رأس المال بسوق الأوراق المالية ، ويعتمد حجم التداول فيه على نوعية الأسهم والسندات المطروحة في السوق

وفق الشروط والأحكام التي تنظم عمليات سوق رأس المال وتنقسم سوق رأس المال إلى :

١- **سوق رأس المال الفورية** : حيث يتم إجراء عمليات البيع والشراء للأوراق المالية في الوقت الحاضر فوريا دونما تأجيل ويتضمن سوق رأس المال الفورية السوق الأولية والسوق الثانوية.

أ- **السوق الأولية** : وهي السوق التي تهتم بالإصدارات الجديدة كإصدارات الأسهم والسندات للشركات القائمة والحديثة التأسيس بالإكتتاب العام والخاص.

وتتمثل السوق الأولية ببنوك الإستثمار والمؤسسات المالية المتخصصة ولذلك تسمّى سوق الإصدارات الجديدة .

ب- **السوق الثانوية** : ويتم فيها تداول الأوراق المالية التي أصدرت سابقاً ، ولا شك أن نجاح السوق الثانوية سينعكس إيجابيا على السوق الأولية فكلما شهدت السوق الثانوية نشاطا وتداولا أكبر شجع ذلك على تأسيس شركات جديدة وبالتالي طرح الأسهم للإكتتاب في السوق الأولية . وتنقسم السوق الثانوية إلى أربع أسواق فرعية هي :

* **السوق النظامية** : يتم تداول الأوراق المالية فيها تحت إشراف الدولة وفقا للقوانين والتعليمات التي تضعها وزارة المالية والبنك المركزي والجهات المعنية بذلك. ولا يتم تداول الأوراق في هذه السوق إلا لشركات استوفت شروط الإدراج التي تضعها لجنة إدارة السوق . ويتم في هذه السوق تنظيم ومراقبة التداول والأسعار للحفاظ على مصالح المتعاملين تجنبا لعمليات المضاربة المبالغ فيها.

وفيما يلي الجدول رقم (١) الذي يبين أسماء الشركات المتداولة في السوق النظامية حتى شباط ١٩٩٧ في سوق عمان المالي ، والشكل رقم (١) الذي يوضح التوزيع القطاعي لحجم التداول في السوق النظامية لشهر شباط ١٩٩٧م.[١]

جدول رقم (١)

أسماء الشركات المتداولة في السوق النظامية

اسم الشركة	اسم الشركة	اسم الشركة
البنك العربي	الحمة المعدنية	الألبان الأردنية
البنك الأهلي الأردني	اتحاد أصحاب السيارات	الأردنية لصناعة الأنابيب
بنك القاهرة / عمان	العربية الدولية للفنادق	العامة للتعدين
بنك الأردن	الخطوط البحرية الأردنية	رافيا الصناعية للأكياس
بنك الشرق الأوسط	المحفظة الوطنية	دار الدواء
بنك الإنماء الصناعي	العقارية الاستثمارية	العربية لصناعة الألمنيوم
بنك الإسكان	المركز الأردني للتجارة	المواشي والدواجن
البنك الأردني الكويتي	تأجير وصيانة الآليات	العربية لتصنيع الورق
بنك الأردن والخليج	فنادق الشرق الأوسط	الوطنية لصناعة الصلب
بنك الاستثمار العربي	العربية الدولية للتعليم	الصناعات الوطنية
البنك الإسلامي الأردني	الزرقاء للتعليم والاستثمار	الصناعات البتروكيماوية
بنك الاتحاد	الموحدة لتنظيم النقل البري	الأردنية لصناعة الصوف
البنك الأردني	الاتحاد لتطوير الأراضي	العالمية لصناعات الكيماوية
بيت المال للإدخار	التنقيب للصناعات	الوطنية لصناعة الكوابل
بنك المؤسسة العربية	مصانع الاسمنت	السيلفوكيماويات الأردنية

(١) – النشرة الإحصائية الشهرية لسوق عمان المالي ، العدد الخمسون ، شباط ١٩٩٧

بنك فيلادلفيا للإستثمار	مناجم الفوسفات	المركز العربي للصناعات
البحار العربية للتأمين	البوتاس العربية	الكوثر للإستثمار
التأمين العامة العربية	مصفاة البترول الأردنية	العالمية الحديثة
الأردنية الفرنسية للتأمين	الدباغة الأردنية	الموارد الصناعية الأردنية
الأراضي المقدسة للتأمين	الصناعات الصوفية	الكابلات الأردنية
التأمين الوطنية الأهلية	صناعات تجارية	الزي لصناعة الألبسة
الكهرباء الأردنية	مصانع الأجواخ	الدخان والسجائر
الفنادق والسياحة الأردنية	العربية لصناعة الأدوية	اتحاد الصناعات
كهرباء محافظة اربد	مصانع الخزف الأردنية	

الشكل (١)

التوزيع القطاعي لحجم التداول في السوق النظامية لشهر شباط ١٩٩٧

الصناعة INDUSTRY
%38.5

الخدمات SERVICES
%14.5

التأمين INSURANCE
% 0.5

البنوك والشركات المالية
% 46.5 BANKS

المصدر : النشرة الإحصائية الشهرية لسوق عمان المالي ، العدد الخمسون ، شباط ١٩٩٧

* **السوق الموازية** : وهي مكان للسماسرة والوسطاء الذين ينظمون صفقات البيع والشراء لأسهم شركات لم تستوف شروط الإدراج في السوق النظامية.

٢- **سوق العقود المستقبلية** : وهو سوق تعقد فيه العقود بين العملاء لشراء وبيع الأدوات المالية في المستقبل. ويستعمل المستثمرون هذه العقود للحماية من مخاطر تغير الأسعار للأدوات المالية مستقبلا. وقد تكون هذه العقود عقوداً مستقبلية ملزمة بالتنفيذ وقد تكون عقوداً مستقبلية غير ملزمة بالتنفيذ (أي مع حق الإختيار).

كما أن بعض المضاربين يستعملون هذا النوع من العقود لتحقيق المكاسب السريعة ويتم في سوق العقود المستقبلية غير ملزمة بالتنفيذ (أي مع حق الإختيار) العمل بثلاثة أنواع من عقود الإختيار هي :

١- عقود حق خيار البيع.

٢- عقود حق خيار الشراء.

٣- عقود حق خيار الشراء والبيع معا.

سوق العملات الأجنبية وخصائصه

مع إزدهار الحركة التجارية وتطور العلاقات الدولية أصبح لا بد من التعامل بالعملات الأجنبية. وسوق العملات الأجنبية هو بيع وشراء العملات ، وهكذا فإن التبادل في هذا السوق هو تبديل العملة المحلية بعملة أجنبية أو تحويل عملة أجنبية إلى عملة أجنبية أخرى ضمن أماكن محددة تسمى أسواق العملات الأجنبية . إلا أن الأهمية النسبية للعملة تعتمد على قوة الإقتصاد والتقدم التكنولوجي وأكثر العملات الأجنبية تعاملاً بالأسواق هي : الدولار الأمريكي والين الياباني والفرنك الفرنسي والجنيه الإسترليني والمارك الألماني . ونذكر على سبيل المثال لا الحصر أهم الأسواق العالمية للعملات الأجنبية : سوق لندن وباريس وفرانكفورت ونيويورك وطوكيو.

ولا شك أن التقدم التكنولوجي الهائل قد طور من أساليب الإتصال فقارب بين الدول وأسواقها . ومن أهم خصائص هذا السوق:

أ- ليس هناك مكان محدد لاتصال البائعين والمشترين فقد تتم العمليات عن طريق "الفاكس" أو "التلكس" أو الهاتف أو أي من أنواع الإتصالات.

ب- تتعامل في هذا السوق البنوك التجارية بشكل كبير حيث تتصل البنوك فيما بينها ومع الوسطاء من خلال غرفة خاصة للتعامل بالعملات الأجنبية ، إلا أن بعض البنوك لا يتعامل في هذا السوق فنجده لا يحتوي على هذه الغرفة وبالتالي لا يجوز لها التعامل مع بعضها إلا عن طريق وسطاء ومقابل عمولة محددة ويختلف الوضع إن كان التعامل من داخل لندن أو من خارجها ، لا سيما وأن لندن قد تم اتخاذها مكانا لهذه العمليات.

جـ- فارق التوقيت إحدى خصائص هذه الأسواق، نظراً للموقع الجغرافي يحدث اختلاف في ساعات العمل فقد تكون ساعة إغلاق سوق ما هي ساعة إفتتاح سوق أخرى.

ويمكن تقسيم أسواق العملات بناء على التوقيت والموقع إلى ثلاث مناطق هي:

١- منطقة أمريكا ٢- الشرق الأقصى (شرقي آسيا) ٣- أوروبا

وعموماً تعتمد آلية عمل السوق على قوى العرض والطلب في ضوء التطورات السياسية والإقتصادية.

سوق اليورو دولار وخصائصه

إن الأصل في تعبير اليورو دولار " Euro Dollar " هو الكلمة Europ وتعني أوروبا ، والكلمة Dollar وهي عملة الولايات المتحدة الأمريكية ، وهكذا أخذ السوق الأوروبي يتعامل بالدولار الأمريكي وتعود بداية ذلك إلى أن الإتحاد السوفياتي كان يودع ما لديه من دولارات أمريكية في حساب له في بنك فرنسي عنوانه البرقي هو اليوروبنك " Euro bank " حيث كان يعتمد الإتحاد السوفياتي على الدولار الأمريكي في معاملاته التجارية مع الخارج، وقد كان هذا البنك مشهوداً له بنشاطه

وتعامله بالدولار خارج الولايات المتحدة الأمريكية ، وما أن ازداد اتساع نشاطه حتى أطلق هذا المفهوم على كل ما يحتفظ به من دولارات أمريكية لدى البنوك العاملة خارج أمريكا، وأصبحت كل عملية إيداع لدى هذا البنك تدعى "باليورو دولار". ثمّ ظهر بعض الأسواق المماثلة كسوق الين الياباني وسوق المارك الألماني والفرنك الفرنسي.

وهكذا أدى ظهور هذا السوق لزيادة عرض العملات الأجنبية وبالتالي تسهيل إمكانيات التمويل مما أدى إلى إزالة الفوارق في أسعار الفائدة على القروض، الشيء الذي جعل من حركة الأموال أكثر حرية وبالتالي ضرورة الإتفاق على سعر الصرف لإنهاء عملية التبادل بسرعة مع قدرة المتعاملين على تغيير الأسعار حسب قوى العرض والطلب في السوق متبعين في ذلك توسيع الهامش بين سعر الشراء والبيع للعملات.

مؤسسات السوق المالية والنقدية

مؤسسات السوق المالية والنقدية هي الأطراف المتعاملة في السوق المالية والنقدية فتشكل الركائز الأساسية لهذه السوق. وكلما تطورت وازدهرت هذه المؤسسات حققت تطوراً وازدهاراً للسوق المالية والنقدية وهذه المؤسسات الركائز هي:

١- البنوك المركزية .
٢- البنوك التجارية .
٣- الشركات المالية .
٤- الصناديق المشتركة .
٥- صناديق التقاعد.
٦- شركات التأمين .
٧- الشركات الكبيرة .

وسنتناول كلاً منها على النحو الآتي :

١- البنوك المركزية

يتصدر البنك المركزي قمة الجهاز المصرفي لما له من القدرة على تحويل الأصول الحقيقية إلى أصول نقدية والأصول النقدية إلى أصول حقيقية فهو الذي يقوم بإصدار النقد ، وفي الواقع إن نشأة البنوك المركزية لم تكن إلا بعد ظهور البنوك التجارية ، وغالباً ما يبدأ البنك المركزي عمله كبنك تجاري حتى تمنحه الدولة سلطة إصدار النقد كما حدث في السويد عام ١٦٦٨ وبنك إنجلترا عام ١٦٩٤ وبنك فرنسا عام ١٨٠٠ ، وهكذا باشرت البنوك المركزية أعمالها المصرفية . هذا وقد تأسس البنك المركزي الأردني عام ١٩٦٤ ليحل محل مجلس النقد الأردني.

وهكذا فإن أهم وظائف البنك المركزي تنظيم السياسة النقدية لضبط عمليات الائتمان وعرض النقود حفاظا على توازن السوق النقدي ومراقبة أسعار الفائدة. ولأن البنوك المركزية من المتعاملين في السوق المالية والنقدية والعملات الأجنبية فإنها تهتم بنسب الإحتياطيات المفروضة على البنوك لتسمح بتوجيه الإدخارات نحو الإستثمارات المثلى. ويمكن تلخيص دور البنوك المركزية في السوق المالي والنقدي من خلال :

١- توجيه السياسة النقدية.

٢- مراقبة البنوك التجارية من حيث الإحتياطي المفروض عليها.

٣- مراقبة عمليات بيع وشراء العملات الأجنبية.

٤- الإشراف على أدوات السوق النقدي من بيع وشراء للسندات وأذونات الخزينة ، بمعنى ممارسة سياسة السوق المفتوحة.

٥- إصدار النقد وعرضه في السوق مع مراقبة وضبط سعر الفائدة بما يحقق الإزدهار الإقتصادي .

٢- البنوك التجارية

نشأت البنوك التجارية في أواخر القرون الوسطى عندما قام التجار والصياغ في أوروبا وتحديدا في البندقية وبرشلونة بقبول أموال المواطنين بهدف الحفاظ عليها مقابل إصدار شهادات إيداع إسمية ، إلا أنه وفي القرن الرابع عشر أصبح بعض التجار يسمحون لعملائهم بسحب مبالغ تتجاوز أرصدتهم . ومع مرور الزمن أنشئ أول بنك حكومي في البندقية ثم أنشئ بنك أمستردام عام ١٦٠٩ لحفظ الودائع وتحويلها من حساب لآخر. ومنذ القرن الثامن عشر أخذت البنوك بالإزدياد تدريجياً، ففي الأردن نتم إفتتاح البنك العثماني عام ١٩٢٥ ثم جاء البنك العربي الذي افتتح فرعاً له في عمان عام ١٩٣٤.

وهكذا عملت البنوك على تنمية الإدخارات وتوجيهها نحو الإستثمارات فأخذت تعمل في السوق المالية والنقدية من خلال توظيفها للأموال ومنح القروض وإصدار شهادات الإيداع والقبولات المصرفية وتقديم الخدمات الإستشارية للعملاء وتحصيل الأوراق التجارية وكذلك شراء وبيع العملات الأجنبية والعربية.

وقد أخذت البنوك التجارية تلعب دور الوسيط في السوق المالي من خلال شراء وبيع الأوراق المالية وجنيها الأرباح مقابل عمولة، كما عملت على شراء وبيع الأوراق المالية لحسابها الخاص.

٣- الشركات المالية

وهي شركات وساطة مالية تقوم ببعض الأعمال الإستثمارية لصالح محفظتها المالية كالتعهد والتغطية . فقد إهتم السوق المالي والنظام المصرفي منذ مباشرة أعماله بتطوير خدمات الوساطة المالية وتنشيط التعامل في السوق الثانوي وعمليات السوق الأولي ولهذه الشركات مصادر تمويل كالودائع التي تشمل شهادات الإيداع والتوفير لأجل وكذلك رأس المال المدفوع والاحتياطات والعمولات التي تحققها.

٤- الصناديق المشتركة

وهي صناديق تتمتع بشخصية اعتبارية تعمل على تشجيع الإدخارات لاسيما صغار المدخرين فتجمع الإدخارات لإستثمارها بالطريقة المثلى ونرى هذه الصناديق المشتركة تعمل دوما تحت إشراف الدولة.

٥- صناديق التقاعد

وهي صناديق لها استقلالها المالي والإداري بصفتها مؤسسات استثمارية حكومية تهتم باستثمارات القطاع العام لإقامة مشاريع تخدم أهداف الخطط التنموية.

٦- شركات التأمين

وهي شركات مساهمة عامة تمتلك أموالا ضخمة فتسعى لتوزيع الخطر على أكبر عدد من الأفراد مقابل قسط التأمين الذي يدفعه المؤمن لشركة التأمين . ويتم التعامل بموجب عقد ينظم العلاقة بينهما. وعليه تصبح الشركة مجبرة بتحمل نتائج الأخطار المؤمن ضدها مقابل الأقساط التي تجمعها وتوظفها في السوق المالي والنقدي.

٧- الشركات الكبيرة

هي شركات مساهمة عامة أو مقفلة تتجمع لديها مبالغ ضخمة موزعة على أكثر من دولة واحدة ويدير نشاطها مجلس إدارة هدفه الحفاظ على درجة من السيولة النقدية وتشغيل الفوائض تحقيقا لأكبر عائد في ظل المخاطرة وهي تشمل ما ذكرناه عن شركات التأمين وصناديق التقاعد وصناديق الإستثمار المشتركة وما إلى ذلك.

الأسواق المالية العربية (لمحة عامة)

لا زالت الأسواق المالية العربية حديثة النشأة إذا ما قورنـت بالأسـواق العالميـة ومرد ذلك أن الإقتصادات العربية كـانت تحـت السـيطرة الإسـتعمارية فبقيـت ضعيفـة ومحدودة و لم يكن للدول العربية المستقلة حديثـا مـن اهتمـام سـوى الخـروج مـن آثـار الإستعمار بوضع الخطط التنموية وبناء الدعـائم الأساسـية لاقتصـاد البـلاد، فلـم تهتـم بادئ ذي بدء بالأسواق الماليـة و لم تواكـب القوانـين والتشـريعات الماليـة والنقديـة مما شكل عائقا أمام ازدهار الأسواق المالية التي تفتقر للهيكـل التنظيمـي واللوائـح الرئيسـة لعمل الأسواق ، حتى أن الشركات المدرجة في الأسواق لم تكـن ذات رأسمـال كبـير، إلى أن جاءت فترة منتصف السبعينات حيث شهدت البلاد العربية الإنتـاج الوفـير مـن النفط والبيع الكبير الذي حقق عوائد مالية مجزية فأخذت البـلاد العربيـة جـراء ظهـور زيادة في دخولها تفكر باستثمار هذه الأموال بناء على أسس علمية مدروسـة للتخلـص من ظاهرة هروب رأس المال للخارج فأخذت تعمل على إنشاء أسواق مالية تسـتقطب من خلالها رؤوس الأموال. إلا أنه وحتـى هـذه اللحظـة لا زالـت الإقتصـادات العربيـة صغيرة الحجـم لا تسـتوعب المشـاريع الضخمـة والأمـوال المتزايدة ، لا سـيما في ظـل اللوائح والقوانين القديمة التي ما زال بعضها قائماً.

لذلك كان لزاما على البلاد العربية أن توسع من حجـم نشـاطها الإسـتثماري بإحداث التغيرات والتطورات في القوانين والتشـريعات النقديـة والماليـة وزيـادة الوعـي الإستثماري فكثيرون يعتقدون أن الإدخار والإكتناز أكثر ربحاً مـن الإسـتثمار في ظـل المخاطرة المتوقعة ، إلا أن إكتناز الأموال فيه إضاعة لفرص استثمارية كبيرة وفيه تعطيل لرؤوس الأموال .

وسنقتصر في دراستنا على سوق عمان المالي كنموذج للأسواق المالية العربيـة. وإن كنا سنأتي على دراسته بشيء من التفصيل فيما بعد حيث نتعرف على أهم العمولات

والمصاريف في سوق عمان المالي.

سوق عمان المالي

تأسس سوق عمان المالي عام ١٩٧٦ حيث يتمتع بالشخصية الإعتبارية وله استقلاله المالي والإداري ، إلا أنه لم يباشر أعماله ولم يتم افتتاحه رسمياً إلا في ١٩٧٨/١/١ ، وبذلك يكون إنشاء السوق خطوة هامة من خطوات تطوير الجهاز المصرفي والمالي في الأردن بإستثمار المدخرات المالية أفضل استثمار بما يخدم الإقتصاد الأردني. وقد تحددت غايات وأهداف السوق فيما يلي :

١- تشجيع الإستثمار في الأوراق المالية بزيادة الإدخارات وتوجيهها لصالح الإقتصاد وإزدهاره.

٢- إصدار الأوراق المالية ومراقبتها وتنظيمها قانونيا لتسهل عملية التداول بما يضمن مصلحة المستثمرين لا سيما صغارهم.

٣- نشر البيانات والمعلومات والإحصائيات من خلال توفيرها من الشركات إن كان لها علاقة بأعمال السوق، مما يتيح للمستثمرين اتخاذ قرارهم الإستثماري بما يخدم التنمية الإقتصادية.

٤- العمل على توزيع منافع الإستثمار على أكبر قاعدة من المساهمين من خلال تشغيل رؤوس أموال الوحدات الإنتاجية الكبيرة وبالتالي تحسين مستويات المعيشة.

٥- العمل على استقطاب رؤوس الأموال وتشغيلها بتوزيعها على البدائل الإستثمارية الأكثر إنتاجية لتحقيق إمكانيات تراكم رؤوس الأموال وتقوية الإقتصاد.

وتتم إجراءات التداول بين الوسطاء وعملائهم في ذات الجلسة وفق القوانين والتعليمات حيث يقوم الوسيط بتسليم كشف بعقود تحويل الأسهم إلى السوق في مدة لا تزيد عن نهاية اليوم الذي يلي يوم تنفيذ عمليات الشراء أو البيع داخل قاعة السوق، ثم يقوم سوق عمان المالي بتحديث سجلاته وتدقيق العقود لاحتساب العمولة اللازمة،

ثم يقوم بتسليم عقود التحويل إلى الشركات المعنية خلال يومين من استلامه العقود من الوسطاء. وبذلك فإن إجراءات التداول والتسوية والتحويل يجب أن تتم خلال ثلاثة أيام من تاريخ إبرام العقد داخل قاعة السوق.

تنقسم الأوراق المالية التي يتم تداولها في السوق إلى أسهم وسندات حيث يتم تنفيذ أوامر بيع وشراء الأوراق المالية ، ويتم تداول الأسهم على أساس الوحدة ، هذا ويمكن أن يتغير سعر السهم بحدود (٥٪) من سعر الإفتتاح . وذلك للحد من المضاربة الشديدة والتقلب الكبير في سعر السهم حفاظاً على مصلحة صغار المستثمرين.

يتم نشر أسعار أسهم الشركات المتداولة في السوق النظامية بشكل فوري عبر شبكة الإنترنت ليطلع على ذلك المستثمرون داخل وخارج الأردن لمتابعة اسعار الأسهم كما يتم نشر معلومات التداول بشكل يومي وأسبوعي من خلال التلفاز الأردني والصحف المحلية، وتدرج المعلومات كذلك في النشرة الإحصائية الشهرية التي يصدرها سوق عمان المالي أو في التقرير السنوي الذي يغطي نشاط السوق خلال سنة، وهناك دليل للشركات المساهمة العامة الأردنية تحتوي على معلومات مفصلة عن الشركات والنسب المالية وأعداد المساهمين ونسب الملكية إضافة إلى توضيح بعض النقاط الأخرى.

وتوجد في سوق عمان المالي قاعة كبيرة للتداول مقسمة إلى قسمين أحدهما مخصص للمستثمرين وعامة الجمهور والمراقبين ، أما القسم الآخر فهو مخصص لعمليات التداول من بيع وشراء حيث يتم تنفيذ الأوامر من موظفي السوق . وتكون على الجدران ألواح بيضاء مسجل على كل واحد اسم الشركة المدرجة في السوق.ويقسم كل لوح إلى جانبين جانبه الأيمن مخصص لأوامر الشراء والجانب الأيسر لأوامر البيع، وكل جانب يقسم إلى ثلاث خانات بحيث تخصص الخانة الأولى لاسم وتوقيع الوسيط والخانة الثانية لعدد الوحدات في حين تخصص الخانة الثالثة للسعر.

ولنفترض أن متعاملا في السوق أراد شراء ١٠٠ سهم من أسهم البنك العربي بسعر ٢٦٥ ديناراً فإن الوسيط الذي يمثل هذا الشخص يتجه للوح البنك العربي ويسجل تحت خانة الوسيط اسمه وتوقيعه وتحت الخانة الثانية عدد الوحدات المطلوبة للشراء وتحت الخانة الثالثة السعر الذي سيشتري به. فإذا كان هناك متعامل آخر في السوق يرغب ببيع هذه الأسهم بالسعر المطلوب يتجه وسيط البائع بشطب ما وضعه وسيط المشتري فيكتب إسمه وتوقيعه. وبذلك تكون الصفقة قد تمت حسب قانون العرض والطلب في السوق. وبعدها تسجل العملية في سجلات السوق على عدة نماذج فيأخذ الوسيط البائع نسخة والوسيط المشتري نسخة وتبقى لإدارة السوق النسخة الثالثة والرابعة.

هذا وقد شهد سوق عمان المالي العديد من التطورات منذ تأسيسه والجداول التالية توضح تلك التطورات عبر عدد من السنوات .

١- مؤشرات الأداء في سوق عمان المالي :

يتضح من الجدول رقم (٢) " مؤشرات الأداء في سوق عمان المالي مقارنة مع بعض المؤشرات الإقتصادية "[١] أن القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في السوق النظامية قد ارتفعت بما نسبته ٧١٫٦٪ من الناتج الإجمالي عام ١٩٩٥م مقابل ما نسبته ٧٧٫١٪ لعام ١٩٩٤م.

(١) – سوق عمان المالي : التقرير السنوي الثامن عشر ١٩٩٥م ،ص١٩

الجدول رقم (٢)

مؤشرات الأداء في سوق عمان المالي مقارنة

مع بعض المؤشرات الإقتصادية

السنة	حجم التداول في السوق النظامية إلى الناتج المحلي الإجمالي (٪)	حجم التداول في السوق النظامية إلى السيولة المحلية (٪)	القيمة السوقية للسوق النظامية إلى الناتج المحلي الإجمالي (٪)
١٩٩١	١٠٫٢	٧٫٩	٥٩٫٢
١٩٩٢	٢٥٫٢	٢١٫٠	٦٥٫٠
١٩٩٣	٢٤٫٠	٢٠٫٨	٨٦٫٥
١٩٩٤	١٠٫٣	٨٫٩	٧٧٫١
١٩٩٥	٧٫٨	٧٫٠	٧١٫٦

٢- السوق الثانوية :

لا تزال مؤشرات أداء السوق الثانوية المتمثلة بالسوق النظامية والسوق الموازية وسوق السندات والتحويلات المستثناة من التداول داخل القاعة ،لا تزال مستمرة بالتراجع الذي بدأته عام ١٩٩٣م بسبب اصدارات السوق الأولية وإتاحة فرص استثمارية جديدة امتصت جزء كبيراً من السيولة المتاحة ، ناهيك عن ارتفاع معدلات الفائدة على الودائع وأدوات الدين العام. والجدول التالي رقم (٣) يوضح حجم التعامل في السوق الثانوية للأعوام (١٩٩١-١٩٩٥)[١]

(١) – المصدر السابق التقرير السنوي لعام ١٩٩٥، ص٢٧

حجم رقم (٣)

حجم التعامل في السوق الثانوية للأعوام (١٩٩١-١٩٩٥)

السنة	السوق النظامية	السوق الموازية	سوق السندات	التحويلات	المجموع
١٩٩١	٢٩٢ر٤	١٠ر٤	١ر٤	١٦ر١	٣٢٠ر٣
١٩٩٢	٨٧٨ر٨	٨ر٢	٤ر٣	١٨ر٥	٩٠٩ر٨
١٩٩٣	٩٣٣ر٤	٣٥ر٢	٤ر٧	٣٨ر٩	١٠١٢ر٢
١٩٩٤	٤٣٠ر٣	٦٤ر٧	٤ر٤	٤٧ر٤	٥٤٦ر٨
١٩٩٥	٣٦٢ر١	٥٦ر٨	١٢ر٢	٨٣ر٣	٥١٤ر٤

ويمكن القول ؛ إن الغايات التي تُنشأ من أجلها الأسواق المالية تتمثل فيما يلي:

١- خدمة الإقتصاد الوطني بإنعاش الحياة الإقتصادية عن طريق تشجيع الإستثمار في الأوراق المالية.

٢- العمل على استقطاب رؤوس الأموال وتوظيفها التوظيف المناسب .

٣- التأكيد على سياسة الإفصاح المالي.

٤- تحديد القوانين التنظيمية لتنظيم عملية تداول الأوراق المالية.

٥- تنظيم عملية الوساطة.

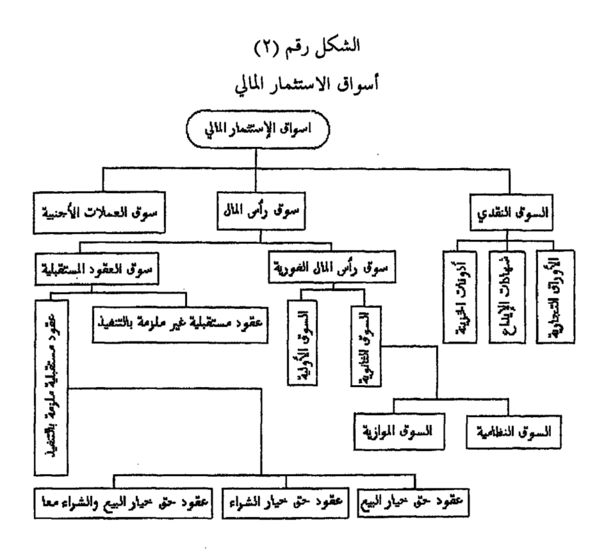
٦- التأكد من استيفاء الشركات التي تندرج أسماؤها في السوق لكافة الشروط.

٧- السعي وراء تطوير السوق المالية من خلال لجنة تشرف على سير عمل الشركات المسجلة.

وفيما يلي الشكل رقم (١) الذي يوضح أسواق الاستثمار المالي.

الشكل رقم (٢)

أسواق الاستثمار المالي



الفصل الثالث

أركان وأساليب التعامل في أسواق الاستثمار المالي

يعتبر الوسطاء هم وكلاء العملاء ، ومن أهم واجباتهم تداول الأوراق المالية والأدوات الاستثمارية بكل أمانة ودقة. وتمثل أوامر السوق الطريقة التي يتفق عليها الوسيط مع العميل المستثمر لتنفيذ عمليات بيع وشراء الأوراق المالية.

هذا وقد لا يمتلك المستثمر كامل مبلغ الصفقة فيلجأ للاقتراض من أحد البنوك أو مؤسسات الاقتراض المتخصصة، ما ينقصه من المال بهدف المضاربة ليستفيد من ارتفاع الأسعار المتوقع والسيطرة على التداول في السوق. وبذلك يكون قد جسد فكرة الاستثمار بالهامش.

إن عملية الاستثمار بالهامش أشبه ما تكون بسلاح ذي حدين، فكما أنها قد تحقق الربح الوفير وتضاعف من أرباح المستثمر فإنها كذلك قد تحقق خسارة كبيرة وتضاعف من الخسائر المحتملة ، لذلك كان لا بد من الأخذ بعين الاعتبار أسس الاستثمار بالهامش.

وجعلنا هذا الفصل يقوم بتفصيل الموضوعات الهامة التالية :

* الوسطاء والسماسرة ودور كل منهم في الاستثمار .
* أوامر السوق .
* عمليات الاستثمار بالهامش.
* البيع القصير والبيع الطويل .
* الأسواق المستمرة للاستثمار مقابل الاسواق المؤقتة.
* التعامل في أسواق الاستثمار.

الوسطاء والسماسرة ودور كل منهم في الإستثمار

يعمل الوسطاء والسماسرة على نقل الأموال في الأسواق بين المقرضين والمقترضين وإن عملية التداول للأوراق المالية بيعاً وشراء في أسواق الأوراق المالية لا تتم إلا عن طريق الوسطاء والسماسرة وذلك حسب القوانين والأنظمة التي تنظم عمل أسواق الأوراق المالية شريطة أن يكون هؤلاء الوسطاء والسماسرة مرخصين ومسجلين رسميا في إدارة السوق، ليتمكنوا من مباشرة وممارسة أعمالهم وفق الأنظمة والقوانين السائدة لتنفيذ أوامر عملائهم بأداء سليم دقيق ، مقابل عمولة معينة تحددها الإدارات المعنية.

ولكن في حقيقة الأمر ان هناك فارقاً يكاد لا يظهر بين الوسيط والسمسار.فالسمسار ينتهي عمله بتقديم خدمات السمسرة بتوفير إمكانيات الإتصال بين المقرض والمقترض مقابل عمولة معينة لإنجاز الصفقة المالية، على حين أن الوسطاء الذين يعبر عنهم بالوكلاء للعميل يقومون بشراء الأوراق المالية مباشرة من مصدرها وإيصالها إلى المستثمر ليتم بيعها بسعر أعلى في السوق المالي ، والوسطاء قد يكونون مؤسسات مالية كالبنوك المتخصصة والبنوك التجارية وشركات التأمين ...الخ، على حين أن السمسار يتعامل بصفته الشخصية وقد تكون هناك مكاتب متخصصة للسمسرة شريطة توفر الثقة والمركز المالي الجيد ليتقاضى مقابل ذلك عمولة إنجاز الصفقة .

واجبات وحقوق الوسطاء والسماسرة

١- بما أن الوسطاء هم وكلاء العملاء فإن أهم واجباتهم تداول الأوراق المالية والأدوات الإستثمارية بيعاً وشراءً بكل دقة وأمانة حتى لا يقع أحدهم بالخطأ لأنه سيتحمل نتيجة ممارسته الخاطئة ومقابل ذلك فللوسطاء حق حصولهم على العمولة القانونية المحددة.

٢- على الوسطاء مسك الدفاتر المحاسبية فيما لو طلبتها إدارة السوق المالية بغرض الرقابة .

٣- أهم واجبات السماسرة حفظ الأسرار فلا يُصرح بأسرار العملاء ومعاملاتهم.

٤- على الوسيط التقيد بأوامر العميل فلا يشتري أكثر أو أقل مما طلب العميل ولا يبيع أكثر أو أقل مما طلب العميل وبالتالي التأكد من تنفيذ جميع الأوامر لأن إبرام عقد الصفقة سيتبعه مسؤولية قانونية.

٥- لا يجوز للوسيط أن يحقق مصالح شخصية لحسابه الخاص من خلال فارق الأسعار بيعاً وشراءً .

وعند اختيار الوسيط الذي سينفذ أوامر العميل الذي وكله ليقوم بعملية الشراء والبيع يجب الأخذ بعين الإعتبار أن يكون الوسيط مسجلاً لدى إدارة السوق وصاحب سمعة طيبة يمتاز بالثقة والأمانة والصدق إضافة لكون مركزه المالي جيداً مما يدعم ثقة المتعامل فيكون ملتزماً بالواجبات عارفاً لحقوقه متمتعاً بالمهارة والقدرة لتوفير البيانات والمعلومات الصحيحة وتقديم الإستشارة المالية للعميل من خلال قدراته وإمكاناته المتاحة لدراسة السوق والتنبؤ بالمستقبل نظرا لممارسته المستمرة لعمل السوق ومعرفته بظروفه.

العمولات والرسوم المفروضة جراء عملية التداول

تختلف العمولات والرسوم من سوق مالي لدولة عن سوق مالي لدولة أخرى فلكل سوق مالي لوائحه وتعليماته التي تحدد العمولات والرسوم كعمولات الوسيط والعمليات المستثناة من التداول داخل القاعة، وهذه العمولات والرسوم في سوق عمان المالي موضحة على النحو التالي[1] :

---

(١) - كتيب صادر عن سوق عمان المالي - لسنة ١٩٩٣ - ص٢٦ إلى ص ٢٨

أ- عمولات الوسيط

عند تداول الأوراق يتقاضى الوسيط عمولة من البائع أو المشتري ، أو من الإثنين معا في حالة تعامله لصالح الطرفين في عملية تداول واحدة ، وفق النسب الموضحة لاحقا:

قيمة الأسهم المباعة أو المشتراة (بالدينار)	عمولة الوسيط
١- ٢٠٠٠٠	٦٫٥ بالألف
٢٠٠٠١ فما فوق	٥ بالألف

قيمة السندات المباعة أو المشتراة بالدينار	عمولة الوسيط
من دينار فما فوق	١ بالألف

ب- العمولات التي يستوفيها السوق على العمليات المستثناة من التداول داخل القاعة:

١- عمولة مقدارها (١٠٪) عشرة بالمائة يستوفيها السوق من العمولة المقررة للسوق في الحالات العادية ، وتستوفى هذه العمولة من طرف واحد. كعمليات التحويل الإرثي.

٢- عمولة مقدارها (٢٠٪) عشرون بالمائة من العمولة المقررة للسوق في الحالات العادية ، وتستوفى هذه العمولة من طرفي العقد. كعمليات التحويل التي تتم بين الأصول والفروع.

٣- عمولة مقدارها (١٠٠٪) مائة بالمائة من العمولة المقررة للسوق في الحالات العادية، وتستوفى هذه العمولة من طرفي العقد . كعمليات التعاقد التي تتم خارج حدود المملكة.

٤- عمولة مقدارها (١٠٠٪) مائة بالمائة من العمولات المقررة للسوق في الحالات العادية، كعمليات التحويل التي تتم ما بين الأقارب لغاية الدرجة الثالثة بإستثناء عمليات التحويل الواردة في البند (٢) وتستوفى هذه العمولة من طرفي العقد.

٥- عمولة مقدارها (١٠٠٪) مائة بالمائة من العمولات المقررة للسوق في الحالات العادية كعمليات البيع التي تتم بأمر من المحاكم.

٦- عمولة مقدارها (١٠٠٪) مائة بالمائة من العمولات المقررة للسوق في الحالات العادية كعمليات التحويل المستثناة من التداول داخل القاعة بموجب قرار من اللجنة.

وفي جميع الأحوال السابقة لا يجوز أن تقل عمولة السوق عن (١٠٠)مائة فلس.

جـ- الرسوم والطوابع

يستوفى سوق عمان المالي نسبة (١ر٥ بالألف) كرسوم طوابع الواردات عن عقود تحويل الأوراق المالية لحساب وزارة المالية على أساس القيمة الإسمية للأوراق المالية ، ويتم استيفاؤها من المشتري فقط، على أن تعفى السندات من هذه الرسوم. كما ويعفى المستثمرون الأفراد من الضرائب على الأرباح الرأسمالية الناتجة عن التداول بالأوراق المالية أو الموزعة عليهم من الشركات المساهمين فيها.

وما يعنينا هاهنا عمولات الوسيط نتيجة عملية التداول والرسوم والطوابع المستوفاة كرسوم طوابع الواردات لحساب وزارة المالية على أساس القيمة الإسمية.

وفيما يلي مثال توضيحي يوضح كيفية احتساب العمولة والرسوم وتكلفة السهم الإضافية .

مثال توضيحي :

إذا قام أحد المستثمرين بشراء (١٠٠٠) سهم . وكانت القيمة السوقية للسهم الواحد (١٠) دنانير علما أن القيمة الإسمية للسهم هي (٧) دنانير .

والمطلوب :

١- حساب عمولة الوسيط.

٢- حساب قيمة الرسوم والطوابع.

٣- حساب ما يتحمله المشتري من مصاريف.

٤- حساب التكلفة الإضافية للسهم.

٥- حساب تكلفة شراء السهم الكلية.

الحل :

عدد الأسهم المشتراة	١٠٠٠ سهم.
القيمة السوقية للسهم الواحد	١٠ دنانير .
القيمة الإسمية للسهم	٧ دنانير.

نحسب القيمة السوقية للأسهم :

القيمة السوقية للأسهم = عدد الأسهم المشتراة × القيمة السوقية للسهم (سعرالشراء)

= ١٠٠٠ × ١٠

= ١٠٠٠٠ دينار .

١- نحسب عمولة الوسيط :

إذا كانت قيمة الصفقة من ١- ٢٠٠٠٠ دينار كانت العمولة المستوفاة ٦ر٥ بالألف.

أما إذا كانت قيمة الصفقة من ٢٠٠٠١ فما فوق كانت العمولة المستوفاة خمسة بالألف.

وفي مثالنا هذا نجد أن قيمة الصفقة ١٠٠٠٠ دينار فتستوفى إذن عمولة (٦ر٥بالألف)

عمولة الوسيط = ١٠٠٠٠× $\frac{٦ر٥}{١٠٠٠}$

= ٦٥ دينار

٢- نحسب الرسوم والطوابع :

تحسب رسوم الطوابع المستحقة على المشتري فقط على أساس القيمة الإسمية للأسهم بنسبة (٥ر١ بالألف) .

القيمة الإسمية للأسهم = عدد الأسهم المشتراة × القيمة الإسمية للسهم الواحد.

= ١٠٠٠ × ٧

= ٧٠٠٠ دينار

إذن رسوم الطوابع المستحقة على المشتري فقط = $٧٠٠٠ \times \frac{١ر٥}{١٠٠٠}$

= ٥ر١٠ دينار

٣- نحسب مجموع ما يتحمله المشتري :

المصاريف التي يتحملها المشتري = عمولة الوسيط + الرسوم والطوابع

= ٦٥ + ٥ر١٠

= ٥ر٧٥ دينار .

٤- حساب التكلفة الإضافية للسهم :

التكلفة الإضافية للسهم الواحد = $\frac{\text{مجموع المصاريف التي يتحملها المشتري}}{\text{عدد الأسهم المشتراة}}$

= $\frac{٧٥ر٥}{١٠٠٠}$

= ٠٧٥٥ر٠ دينار

٥- حساب تكلفة شراء السهم الكلية :

= سعر شراء السهم بالقيمة السوقية + التكلفة الإضافية للسهم الواحد

= ١٠ + ٠٧٥٥ر٠

= ٠٧٥٥ر١٠ دينار

أوامر السوق

تمثل أوامر السوق الطريقة التي يتفاهم عليها الوسيط مع العميل المستثمر لتنفيذ عمليات بيع وشراء الأوراق المالية ، والأوامر أنواع هي:

١- **أمر السوق** : وهو أسهل وأدق نوع من التعليمات وأكثرها شيوعاً . وذلك أن يتم الشراء والبيع حسب سعر السوق السائد.

٢- **الأمر المحدد** : في هذا النوع من الأوامر يحدد العميل للوسيط السعر بالضبط دون أن يترك له مجالاً يتحرك فيه، كأن يعطي العميل أمراً للوسيط بشراء أسهم من شركة ما شريطة أن يكون سعر السهم خمسة دنانير ، ومعنى ذلك أنه عندما يكون ثمن السهم سبعة دنانير على الوسيط الإنتظار حتى ينخفض السعر إلى خمسة دنانير بالضبط، ولكن ذلك يعني عدم المرونة بين العميل والوسيط وقد لا تهبط الأسعار إلى الحد المطلوب بل تتجاوزه قليلا لذلك يجب إعطاء الوسيط مجالاً أكبر حتى يستطيع إنجاز الصفقة كأن نترك له السعر يتراوح بين أربعة دنانير ونصف إلى خمسة دنانير ونصف الدينار مثلا.

٣- **أوامر وقف الخسارة** : يعتبر بعض الأشخاص أن هذا النوع من الأوامر- إذا أحسن إستعماله- أفضل الأوامر التي تحقق الفائدة للمستثمر ، ولذلك يعتبر هذا الأمر أمر حماية الأرباح حيث يلجأ إليه الشخص لتفادي الوقوع في الخسائر وحماية ما حققه من أرباح. فإذا شعر أن سعر سهم بدأ بالنزول المتوقع استمرارية نزوله وأنه لن يرتفع لظرف من الظروف فإنه يبادر لبيع الأسهم طالما أنها لم تقل عن سعر شرائها وبالتالي يحفظ أرباحه ويجنب نفسه الوقوع في خسارة محققة.

٤- **الأمر اليومي** : وهو أمر محدد بزمن يصدره العميل لوسيطه يومياً وينتهي العمل بهذا الأمر مع انتهاء اليوم وبذلك يكون أمراً يومياً ، وقد يكون أسبوعياً أو شهرياً. وينتهي العمل بالأمر فور الانتهاء من المدة المحددة ، إلا إذا غيّر العميل رأيه وألغى الأمر قبل انتهاء المدة المحددة.

٥- **الأمر الفوري** : وهو أمر على الوسيط تنفيذه فور إصدار العميل له كأن يكون داخل قاعة التداول فيرى العميل من المناسب شراء عدد من الأسهم لشركة ما فيأمر وسيطه فوراً بالشراء وعند ذلك على الوسيط تنفيذ الأمر الفوري.

٦- **أمر المبلغ** : وهو أن يحدد فيه العميل لوسيطه مبلغاً من المال لينجز من خلاله العملية بيعاً أو شراءً . كأن يطلب العميل شراء أسهم من شركة ما بمبلغ ألف دينار فقط فإذا كان سعر السهم عشرين ديناراً فلا يستطيع الوسيط شراء سوى خمسين سهماً أما لو كان سعر السهم عشرة دنانير فسيشتري الوسيط مائة سهم وذلك في صالح العميل لحيازته عدداً أكبر من الأسهم.

٧- **أمر حرية التصرف** : وهنا يترك العميل لوسيطه حرية البيع والشراء . إلا أن ذلك يُحمل الوسيط مسؤولية إنجازه الصفقة ولذلك كثير من الوسطاء يرفضون هذا النوع من الأوامر إلا أنه إن وُجد فيكون في حالة سفر أو مرض العميل مما يحول دون وصوله قاعة التداول فيترك الحرية لوسيطه فيما يراه مناسباً .

عمليات الإستثمار بالهامش

تقوم فكرة الإستثمار بالهامش على إقتراض مبلغ من المال لشراء الأسهم أو السندات حيث لا يمتلك المستثمر كامل مبلغ الصفقة فيلجأ للإقتراض من أحد البنوك أو مؤسسات الإقتراض المتخصصة ما ينقصه من المال بهدف المضاربة ليستفيد من ارتفاع الأسعار المتوقع والسيطرة على التداول في السوق لأسهم شركة معينة فيتحكم المضارب بكامل الأسهم ويحتكرها ليسيطر على عدد الأسهم المتداولة وعلى أسعارها كما لو كان المالك الوحيد في السوق.

فالهامش هو نسبة المبلغ الذي يدفعه المستثمر من حجم الصفقة وما ينقصه من حجم الصفقة يقترضه المستثمر من أحد البنوك، حيث ينظم البنك المركزي شروط

العملية ليحافظ على سير السوق المالي. فإذا لاحظ البنك المركزي أن سعر الأسهم يرتفع إرتفاعا حادا بشكل غير طبيعي نتيجة المضاربات فإن البنك المركزي يرفع نسبة الهامش ليقلل من حجم الإقتراض وبالتالي ينخفض الطلب على الأسهم ونتيجة انخفاض الطلب تعود الأسعار إلى استقرارها، والعكس في حالة كون الأسعار انخفضت انخفاضا شديدا فإن إجراءات البنك تكون معاكسة لما سبق.

ومثال ذلك إذا حدد البنك المركزي نسبة الهامش ثلاثين بالمائة فمعنى ذلك أن على المستثمر الذي يرغب بشراء كافة الأسهم أن يدفع مباشرة ثلاثين بالمائة من حجم الصفقة ويقترض ما تبقى من حجم الصفقة وهو السبعون بالمائة من مصدر خارجي كالبنك أو إحدى مؤسسات الإقراض المتخصصة.

أسس الإستثمار بالهوامش

إن عملية الإستثمار بالهامش أشبه ما تكون بسلاح ذي حدين فكما أنها قد تحقق الربح الوفير وتضاعف من أرباح المستثمر فإنها كذلك قد تحقق خسارة كبيرة وتضاعف من الخسائر المحتملة. من هنا نجد أن أهم أسس الإستثمار بالهامش وجود الخبرة الطويلة والمهارة الإدارية والممارسة الصحيحة عند المستثمر ليتمكن من جني الأرباح واغتنام الفرص ليعرف متى يشتري ومتى يبيع بشكل أدقّ.

فإذا كان معدل الهامش السائد هو ٥٠٪ وأراد أحد المستثمرين أن يشتري أسهما من السوق سعر السهم ١٠ دنانير ، ويمتلك المستثمر فقط ٢٠٠٠ دينار فإنه لن يتمكن من شراء سوى $\frac{٢٠٠٠}{١٠}$ = ٢٠٠ سهم ، أي دون اللجوء لأسلوب الإستثمار بالهامش لن يشتري سوى مئتي سهم فقط . أما إذا لجأ المستثمر لأسلوب الإستثمار بالهامش وحسب المعدل السائد ٥٠٪ فإنه سيدفع نقداً ما يملك أي (٢٠٠٠ دينار) ثمناً للمائة سهم ويقترض من إحدى البنوك (٢٠٠٠دينار) أخرى ليشتري بها ما تبقى من أسهم فيكون بذلك قد حصل على مجموع الأسهم الموجودة في السوق .

وعلى فرض أن المستثمر قد باع الأسهم بسعر أعلى مما اشتراها ، فباع السهم بـ ١٢ ديناراً فإن أرباحه من بيع (٢٠٠سهم) ستكون ضعف أرباحه من بيع (١٠٠سهم) وبالمقابل لو لم يتحقق ذلك الإرتفاع بالأسعار وبدلا من أن يرتفع السعر إلى (١٢ ديناراً) هبط إلى ٨ دنانير فإن حجم خسارته من بيع (٢٠٠سهم) سيكون ضعف خسارته من بيع (١٠٠سهم) . لذلك نقول إن عملية الإستثمار بالهامش أشبه ما تكون بسلاح ذي حدين ، فكما قد تحقق أرباحا مضاعفة قد تحقق خسائر مضاعفة.

أما الأساس الآخر في عملية الإستثمار بالهامش أن يتم الإقتراض بضمان كامل المبلغ المستثمر إضافة إلى العائد المتحقق .

حسابات الهوامش

حساب الهامش هو حساب يفتح للعميل لدى الجهة المقرضة كالبنك مثلاً ليتم تعديله كل فترة حسب اتفاق المستثمر مع البنك ليتماشى ونسبة التمويل الحقيقية لتغطية الإقتراض بضمان كامل المبلغ المستثمر.

ومثال ذلك أن مستثمرا يملك مبلغ ٤٠٠٠٠دينار ويريد شراء سندات بقيمة ١٠٠٠٠٠ فمعنى ذلك أن نسبة ما يملكه المستثمر إلى القيمة الإجمالية هي :

$$= \frac{٤٠٠٠٠}{١٠٠٠٠٠} = ٤٠\%$$

إذن المستثمر بحاجة إلى مبلغ ٦٠٪ أي ما يعادل ٦٠٠٠٠ ليستطيع ضمان المبلغ كاملاً

وعليه تكون نسبة التمويل الحقيقية = $\frac{\text{قيمة الملكية}}{\text{قيمة الإستثمار السوقية}} \times ١٠٠\%$

فإذا اتفق المستثمر مع البنك على أن يتم التعديل كل ثلاثة أشهر ، وفرضنا أن ثمن السندات قد ارتفع بنسبة ١٠٪ فأصبحت تساوي ١١٠٠٠٠ عندئذ يصبح تعديل الهامش كما يلي :

قيمة الملكية = ١١٠٠٠٠ - ٦٠٠٠٠ = ٥٠٠٠٠ دينار

وحيث أن نسبة الإقتراض هي ٦٠٪ على حين نسبة الملكية هي ٤٠٪

فإن التعديل يكون ١١٠٠٠٠ × $\frac{٤٠}{١٠٠}$ = ٤٤٠٠٠ دينار

إلا أن ملكية المستثمر من القيمة الجديدة للإستثمار تساوي ٥٠٠٠٠ دينار

فيبقى للمستثمر = ٥٠٠٠٠ − ٤٤٠٠٠ = ٦٠٠٠ دينار .

عندئذ يحق للمستثمر طلب مبلغ ٦٠٠٠ دينار للتصرف فيه أو إضافته لحسابه بالبنك.

وعموماً تبقى فكرة حساب الهامش هي التعديل على فترات لحساب العميل في البنك .

البيع القصير والبيع الطويل وعمليات الاستثمار من خلال البيع المكشوف

أ- البيع القصير : وهو البيع على المكشوف حيث تكون درجة المخاطرة فيه أكبر من غيرها ، لأن المستثمر يبيع أوراقاً هو في حقيقة الأمر لا يملكها وإنما يلجأ لإقتراضها من الذي يتعامل معه بقصد المضاربة تحقيقاً للربح الوفير ، بحيث يتوقع المستثمر إرتفاع سعر الأوراق المالية أسهما كانت أم سندات فيقترضها ليبيعها عند ارتفاع الأسعار وينتظر بعدها حتى ينخفض سعرها ثانية ليشتريها بأسعار أقل ويعيدها إلى من اقترضها منه مقابل عمولة محددة . فيكون بذلك قد حقق ربحاً وفيراً إلا أن في ذلك قدراً كبيراً من المخاطرة . فكما أن الأسعار قد ارتفعت وحقق أرباحا طائلة فقد تخيب توقعات المستثمر ولا ترتفع الأسعار بل تهبط فجأة عندئذ سيتحمل خسائر كبيرة إضافة للمصاريف والعمولات المترتبة على ذلك .

هذا وللبيع القصير دوره في الحفاظ على التوازن بين قيمة الورقة المالية الحقيقية والقيمة السوقية ، وذلك حسب قانون العرض والطلب، فارتفاع الثمن سيؤدي لقلة الطلب وبالتالي انخفاض ثمن الورقة حتى تصل إلى مستواها الحقيقي وكذلك انخفاض الثمن سيؤدي لزيادة الطلب وبالتالي ارتفاع الثمن حتى يصل إلى المستوى الحقيقي.

ولا شك أن ذلك سيعمل على تعديل المركز المالي للمستثمر لأنه سيلجأ لشراء الأوراق عندما تكون أثمانها منخفضة ليبيعها عندما ترتفع أثمانها . وهذا كله سيعمل على زيادة النشاط في سوق الأوراق المالية.

ب- البيع الطويل

البيع الطويل هو شراء الأوراق المالية بأثمان منخفضة والإنتظار لفترة طويلة حتى ترتفع الأسعار فيبيعها المستثمر محققا بذلك ربحاً وفيراً . بالرغم من أن هذا البيع الطويل يحمي المستثمر من خطر الخسارة لأنه ينتظر ويترقب ويتنبأ إلا أن فترة الإنتظار هذه قد تطول . ولكن يبقى هذا النوع من البيع أقل مخاطرة من البيع القصير.

الأسواق المستمرة للإستثمار مقابل الأسواق المؤقتة

أ- الأسواق المستمرة : هي التي تتعامل بالاتفاقيات التي تتجدد تلقائيا كل يوم إلى أن يتم إيقافها من أحد أطراف الإتفاقيات ، ويشترك في الأسواق تلك الأسهم المسجلة رسميا ومضى على تسجيلها سنتان.

ب- الأسواق المؤقتة : هي التي تتعامل بالاتفاقيات لفترات قد تصل الشهر أحيانا أو أكثر وقد تكون الأسهم غير مسجلة رسميا أي التي لم يدرج اسمها رسميا في السوق المالي. ومثال ذلك السوق الموازي والسوق الأولي.

التعامل في اسواق الإستثمار

إن الحديث عن التعامل في أسواق الإستثمار يعني الحديث عن عامل الوقت والعامل النفسي وبالتالي الحديث عن فئات المتعاملين في السوق من مقرضين ومقترضين ووسطاء.

فالمقرضون هم فئة المستثمرين الذين يملكون المال كالأفراد والمؤسسات الذين يمتلكون مبلغاً يزيد عن حاجتهم فيلجأون لتوظيفه في أسواق الإستثمار آخذين بعين الإعتبار العائد المتوقع حصولهم عليه وفترة الإستحقاق والضمان. أما المقترضون فهم الذين تقل مداخيلهم النقدية عن احتياجاتهم فيلجأون للإقتراض محددين في العقد القيمة الإسمية والمدة وسعر الفائدة وتاريخ الاستحقاق وتواريخ دفع الأقساط. على حين أن الوسطاء هم صلة الربط بين المستثمر البائع والمشتري يتقاضون مقابل أتعابهم عمولة محددة.

وليتم التعامل في الأسواق بين هذه الفئات جميعا بأسلوب صحيح وسليم يجب مراعاة عامل الوقت بمعنى اختيار الوقت المناسب لجني الأرباح ومعرفة الوقت المناسب للشراء وبالتالي تحديد الوقت المناسب للبيع . لأن عامل الوقت مهم جدا بالنسبة للمستثمر لأن الوقت الذي يضيع على المستثمر هو في حقيقة الأمر ما يسمى بتكلفة الوقت أي تكلفة الفرصة البديلة . فهدف الإستثمار الناجح تحقيق العائد الأكبر وبأسرع وقت ممكن لتتم عملية دوران رأس المال المستثمر .

أما عن الجانب النفسي فينصح عادة ألا يوظف المستثمر كامل المبلغ المتاح لديه في مشروع واحد وإنما يعمل على التنويع بقصد تخفيف حدة المخاطرة فلا تكون الصدمة قوية عليه إن لم يستطع تحقيق المكاسب المتوقعة ، لأن الآثار النفسية قد تعمل على سوء التقدير والتصرف.

لذلك يجب تنويع الإستثمارات ، وسنأتي على دراسة ذلك فيما بعد عند دراستنا للمحافظ الإستثمارية بحيث يوزع المستثمر أمواله بين نوعين أو أكثر من الأوراق المالية والأدوات الإستثمارية حتى تتوزع المخاطرة على أكثر من نوع استثماري . وبالتالي كلما توزعت المخاطر قل تأثيرها ويصبح بإمكان المستثمر تعويض الخسائر التي تحققت من خلال الإستثمارات التي حققت له أرباحاً . ويكون بذلك تنويع الإستثمارات في صالح المستثمر لتجنيبه الصدمات والأزمات.

والمستثمر الناجح هو ذلك الذي يشتري عندما تهبط الأسعار ويبيع عندما ترتفع الأسعار محققا بذلك ربحاً قليلاً مستمراً أفضل من تحقيق ربح كبير متقطع، لأنه سيدفع ثمن ذلك تكلفة الوقت وتجميد الأموال وتعطيلها.

الفصل الرابع

سعر الفائدة والاستثمار

إن أسعار الفائدة هي العائد على إستثمار الأموال لمدة زمنية محددة مقابل تنازل المقرض عن التصرف بأمواله طيلة فترة احتساب العائد والذي غالبا ما يكون سنويا . إلا أن تصنيف أسعار الفائدة يكون وفق أسس معينة ، فقد تكون حسب الأجل وقد تكون بسيطة أو مركبة وقد تكون فائدة صحيحة أو مخصومة وقد تكون أسعار فائدة نقدية وحقيقية.

بعض الناس يفضلون الحصول على المال في الوقت الحالي أكثر من تفضيلهم الحصول على نفس المبلغ في وقت لاحق، لذلك كان لا بد من دراسة القيمة الحالية والمردود لأن من سيتنازل عن التصرف بأمواله في الوقت الحاضر بأن يقرضها لغيره سيشترط حصوله على مقابل مادي ملموس هو سعر تنازله عن المال وهو ما يُعرف بمعدل الخصم.

وسيلقي هذا الفصل الضوء على الموضوعات التالية :

* مفهوم سعر الفائدة وتعريفاته المختلفة.
* دراسة منحنى المردود (الريع).
* سعر الفائدة الآجل وطرق احتسابه.
* دراسة القيمة الحالية والمردود لتاريخ الاستحقاق وطرق احتسابها.

مفهوم سعر الفائدة وتعريفاته المختلفة

يُعرف سعر الفائدة بأنه ذلك العائد على رأسمال المستثمر من خلال السعر الذي يحصل عليه المرء جراء تنازله عن التصرف بأمواله التي يقرضها لفترة زمنية محددة. ويختلف بذلك السعر حسب المدة إن كانت شهرية أم سنوية وحسب المبلغ المقترض، فكلما زادت مدة الإقتراض زادت احتمالات المخاطرة.

وبناء على ذلك فإن سعر الفائدة يتحدد باتفاق المقرض والمقترض وبناء على العرض والطلب، لأن زيادة عرض رؤوس الأموال ستعمل على انخفاض سعر الفائدة والعكس صحيح، وعليه فإن لكمية النقود ومعدل دورانها دوراً في كمية النقود المعروضة ، كما أن للدافع التمويلي والتحفظي والمضاربة دوراً في تحديد الطلب على النقود.

وخلاصة القول ان أسعار الفائدة هي العائد على استثمار الأموال لمدة زمنية محددة مقابل تنازل المقرض عن التصرف بأمواله طيلة فترة احتساب العائد والذي غالباً ما يكون سنوياً.

سعر الفائدة النقدي وسعر الفائدة الحقيقي

تُصنف أسعار الفائدة وفقاً لأسس معينة، فقد تكون حسب الأجل وقد تكون بسيطة أو مركبة وقد تكون أسعار فائدة صحيحة أو مخصومة وقد تكون أسعار فائدة نقدية أو حقيقية وسنأتي على ذلك بشيء من التفصيل.

أولا : **سعر الفائدة النقدي** : هذا النوع من أسعار الفائدة يتم من خلاله دفع كامل الفائدة مرة واحدة على القرض كله دون الأخذ بعين الإعتبار معدلات التضخم.

ثانيا : **سعر الفائدة الحقيقي** : هو السعر الذي يأخذ بعين الإعتبار معدلات التضخم حيث تحتسب الفائدة على القرض قبل تاريخ الإستحقاق مما يعني إمكانية توظيف هذه الفائدة وجني أرباح عليها عن المدة المتبقية.

ولتوضيح مفهومي سعر الفائدة النقدي والحقيقي نورد المثال الآتي:

مثال :

نفترض أن شخصا قد أخذ قرضا مقداره (١٠٠٠ دينار) وكان سعر الفائدة النقدي ١٠٪ لمدة سنة واحدة ، على أن تدفع الفائدة نهاية السنة فتكون :

قيمة الفائدة على القرض هي : $١٠٠٠ \times \frac{١٠}{١٠٠} = ١٠٠$ دينار

أما في حالة سعر الفائدة ١٠٪ وتدفع كل ثلاثة شهور فإن :

أول فائدة تكون : $١٠٠٠ \times \frac{١٠}{١٠٠} \times \frac{٣}{١٢} = ٢٥$ ديناراً وهي فائدة ثلاثة اشهر وتستثمر لمدة تسعة أشهر .

أما ثاني فائدة تكون : $١٠٠٠ \times \frac{١٠}{١٠٠} \times \frac{٣}{١٢} = ٢٥$ ديناراً وهي فائدة ثلاثة أشهر وتستثمرلمدة ستة أشهر .

أما ثالث فائدة فتكون : $١٠٠٠ \times \frac{١٠}{١٠٠} \times \frac{٣}{١٢} = ٢٥$ ديناراً وهي فائدة ثلاثة أشهر وتستثمرلمدة ثلاثة أشهر .

ورابع فائدة تكون : $١٠٠٠ \times \frac{١٠}{١٠٠} \times \frac{٣}{١٢} = ٢٥$ ديناراً وهي فائدة ثلاثة اشهر وتستثمر لمدة صفر.

وبذلك يكون مجموع الفوائد = ٢٥ + ٢٥ + ٢٥ + ٢٥ = ١٠٠ دينار وهو سعر الفائدة النقدي .

أما سعر الفائدة الحقيقي فيكون على النحو التالي :

أول فائدة تستثمر لمدة تسعة اشهر = $٢٥ \times \frac{١٠}{١٠٠} \times \frac{٩}{١٢} =$ ١٫٨٧٥ ديناراً

ثاني فائدة تستثمر لمدة ستة اشهر = $٢٥ \times \frac{١٠}{١٠٠} \times \frac{٦}{١٢} =$ ١٫٢٥ ديناراً

ثالث فائدة تستثمر لمدة ثلاثة أشهر = $٢٥ \times \frac{١٠}{١٠٠} \times \frac{٣}{١٢} =$ ٠٫٦٢٥ دينار

على حين أن رابع فائدة لا تحقق عائدا كونها ستدفع في نهاية تاريخ استحقاق المبلغ.

فيكون مجموع العائد على الفوائد = ٧٥ر٣ دينار .

ومنه فإن الفائدة الإجمالية المدفوعة على مبلغ ١٠٠٠ دينار هي :

١٠٠ + ٧٥ر٣ = ٧٥ر١٠٣ دينار

ولذلك فعند احتساب سعر الفائدة المدفوعة فعلا نطبق القاعدة :

سعر الفائدة الحقيقي = $\frac{\text{الفائدة المدفوعة فعلا}}{\text{قيمة المبلغ المقترض}}$ × ١٠٠٪

وبتطبيق القاعدة على المثال فإن سعر الفائدة الحقيقي

= $\frac{١٠٣ر٧٥}{١٠٠٠}$ = ١٠٠٪

= ١٠٣٧٥ر٠ × ١٠٠٪ = ٣٧٥ر١٠ ٪

وبذلك فسعر الفائدة الحقيقي يساوي ٣٧٥ر١٠٪

سعر الفائدة البسيط وسعر الفائدة المركب

يمكن تصنيف أسعار الفائدة حسب أسلوباحتساب الفائدة إلى سعر فائدة بسيط وسعر فائدة مركب على النحو التالي :

أولا : سعر الفائدة البسيط : وهو السعر الذي يحسب من خلاله مقدار الفائدة بناء على قيمة القرض الأصلية دون الأخذ بعين الإعتبار احتساب الفائدة على الفوائد السابقة خلال الفترة الزمنية.

والفترة الزمنية تنسب إلى السنة الميلادية وغالبا ما تكون ٣٦٠ يوما أو ٣٦٥ يوماً، وذلك حسب المتبع في الموسسات ، إذن الفائدة البسيطة لا تتراكم ويمكن احتسابها من خلال القانون:

قيمة الفائدة البسيطة = المبلغ الأصلي × سعر الفائدة × الفترة الزمنية

مثال :

أ- تم إيداع مبلغ ٥٠٠٠ دينار في أحد البنوك بسعر فائدة بسيط ١٠٪ لمدة سنة واحدة ، فكم تكون قيمة الفائدة البسيطة ؟

قيمة الفائدة البسيطة = المبلغ الأصلي × سعر الفائدة × الفترة الزمنية

$$= ٥٠٠٠ \times \frac{١٠}{١٠٠} = ٥٠٠ \text{ دينار}$$

ب- إذا تم إيداع المبلغ بنفس سعر الفائدة البسيط ولكن لمدة أربع سنوات فكم تصبح جملة المبلغ المودع في نهاية المدة ؟

جملة المبلغ المودع في نهاية المدة = ٥٠٠ × ٤ = ٢٠٠٠ دينار

ثانيا : **سعر الفائدة المركب** : وهو السعر الذي يتم من خلاله احتساب الفائدة المستحقة على الفترة الجزئية من الفترة الكلية بناء على أصل القرض وفوائده كذلك. بمعنى تراكم الفوائد السابقة على أصل القرض وإحتساب الفائدة الجديدة على المجموع التراكمي . من خلال القانون :

$$جـ = م (١ + ف)^{ن}$$

حيث : جـ : ترمز لجملة المبلغ .

م : ترمز للمبلغ الأصلي للقرض .

ف : ترمز لسعر الفائدة .

ن : ترمز للزمن .

ولتوضيح ذلك نورد المثال الآتي :

مثال :

تم إيداع مبلغ ١٠٠٠ دينار في أحد البنوك لمدة أربع سنوات بسعر فائدة مركب مقداره ٨٪ ، فكم تكون جملة المبلغ في نهاية المدة ؟

الحل :

يمكن إحتساب قيمة الفائدة لكل سنة وحدها ثم نضيف الفائدة إلى المبلغ المودع في بداية السنة فيكون المجموع هو المبلغ المودع في بداية السنة الموالية ، ثم

نحسب الفائدة للسنة التالية على المجموع السابق ثم نضيفها إلى المجموع حتى نهاية المدة، كما يلي :

فائدة السنة الأولى = ۱۰۰۰ × $\frac{٨}{١٠٠}$ × ١ = ٨٠ ديناراً

المبلغ الأصلي المودع في بداية السنة الثانية = جملة المبلغ في نهاية السنة الأولى

= ۱۰۰۰ + ۸۰ = ۱۰۸۰ ديناراً

إذن مبلغ الفائدة في نهاية السنة الثانية = ١٠٨٠ × $\frac{٨}{١٠٠}$ = $\frac{٨٦٤٠}{١٠٠}$ = ٨٦ر٤ ديناراً

المبلغ الأصلي المودع في بداية السنة الثالثة = جملة المبلغ في نهاية السنة الثانية

= ١٠٨٠ + ٨٦ر٤ = ١١٦٦ر٤ ديناراً

إذن مبلغ الفائدة في نهاية السنة الثالثة :

= ١١٦٦ر٤ × $\frac{٨}{١٠٠}$ = $\frac{٩٣٣١ر٢}{١٠٠}$ = ٩٣ر٣١٢ ديناراً

المبلغ الأصلي المودع في بداية السنة الرابعة = جملة المبلغ في نهاية السنة الثالثة

= ١١٦٦ر٤ + ٩٣ر٣١٢ = ١٢٥٩ر٧١٢ دينار

إذن مبلغ الفائدة في نهاية السنة الرابعة :

= ١٢٥٩ر٧١٢ × $\frac{٨}{١٠٠}$ = $\frac{١٠٠٧٧ر٦٩٦}{١٠٠}$ = ١٠٠ر٧٧٦٩٦ دينار

وبالتالي فجملة المبلغ في نهاية المدة (أي في نهاية السنة الرابعة)

= ١٢٥٩ر٧١ + ١٠٠ر٧٨

= ١٣٦٠ر٤٩ دينار

كما يمكن احتساب جملة المبلغ في نهاية المدة (أي في نهاية السنة الرابعة) من خلال تطبيق القانون السابق ذكره :

جـ = م (+ ف)^{ن}

وبالتعويض في القانون نجد أن :

$$\text{جملة المبلغ في نهاية المدة} = ١٠٠٠\left[١+\frac{٨}{١٠٠}\right]^{٤}$$

$$= ١٠٠٠(١+٠٫٠٨)^{٤} = ١٠٠٠(١٫٠٨)^{٤}$$

$$= ١٠٠٠\ (١٫٣٦٠٤٨٨٩٦)$$

= ١٣٦٠٫٤٨٨٩٦ دينار .

وهي نفس النتيجة التي توصلنا إليها بالطريقة السابقة .

سعر الفائدة المخصوم وسعر الفائدة الصحيح

عند الحديث عن سعر الفائدة المخصوم أو الصحيح نأخذ بعين الإعتبار المقرض ، لأن طريقة تحصيل الفائدة من المقرض هي التي تحدد سعر الفائدة إن كان مخصوما أو صحيحا.

أولا : سعر الفائدة المخصوم : إذا حصل المقرض على الفائدة قبل دفع القرض للمقترض أي في بداية فترة القرض ، كان سعر الفائدة مخصوما.

مثال :

إقترض شخص مبلغ ٥٠٠٠ دينار لمدة سنة واحدة بمعدل فائدة ١٠٪ ، فكم يتسلم المقترض وكم سيدفع عند الإستحقاق .

الحل :

بما أننا نتحدث عن سعر الفائدة المخصوم فإن المقرض سيحصل على الفائدة في بداية السنة وعليه يكون :

قيمة الفائدة المستحقة على القرض = $٥٠٠٠ \times \frac{١٠}{١٠٠} \times ١ =$ ٥٠٠ دينار

ثم نخصم هذا المبلغ من القرض الأصلي لأن الفائدة ستدفع مقدما في بداية المدة.

إذن ما سيستلمه المقترض هو : ٥٠٠٠-٥٠٠ = ٤٥٠٠ دينار

ثانيا : سعر الفائدة الصحيح : إذا حصل المقترض على الفائدة في نهاية فترة القرض أي عند تاريخ الإستحقاق ، كان سعر الفائدة صحيحا .

مثال :

نفس المثال السابق ولكن مع تطبيق مبدأ سعر الفائدة الصحيح.

الحل :

قيمة الفائدة المستحقة في نهاية المدة عند تاريخ الإستحقاق

$= ٥٠٠٠ \times \frac{١٠}{١٠٠} \times ١ = ٥٠٠$ دينار

إذن ما سيستلمه المقترض هو مبلغ ٥٠٠٠ دينار

أما ما سوف يدفعه عن الإستحقاق فهو أصل القرض مضافا إليه قيمة الفائدة .

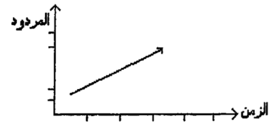
أي : ٥٠٠٠ + ٥٠٠ = ٥٥٠٠ دينار .

دراسة منحنى المردود (الريع)

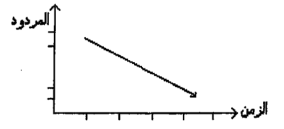
إن سعر الورقة المالية سندا كانت أو سهما يعكس المردود المتوقع ، ولذلك فالمردود هو ذلك العائد المتوقع الحصول عليه من الإستثمار ، ويعكس سعر السند بالسوق سعر الفائدة الذي يحمله السند فالعلاقة عكسية بين سعر السند وسعر فائدته .بمعنى أنه كلما ارتفع سعر الفائدة انخفض سعر السند والعكس صحيح.

أما منحنى المردود فيصور العلاقة بين سعر الفائدة وتاريخ الإستحقاق للورقة المالية سهما كانت أو سندا ، فكل نقطة على المنحنى تمثل المردود المتوقع للورقة المالية عند فترة زمنية معينة .

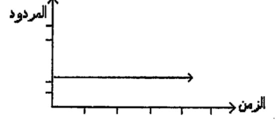
ويمكن لمنحنى المردود أن يكون موجبا وذلك عندما تكون أسعار الفائدة في الأجل الطويل أكبر منها في الأجل القصير، ويأخذ الشكل التالي :



وقد يكون سالبا وذلك عندما تكون أسعار الفائدة في الأجل الطويل أقل منها في الأجل القصير ، ويأخذ الشكل التالي :



وقد يكون منحنى المردود متماثلا وذلك يعني أن سعر الفائدة هو نفسه مهما كان أجل الورقة المالية ولذلك يطلق عليه أحيانا المردود الثابت أي أن سعر الفائدة واحد في الأجل القصير والأجل الطويل ، ويأخذ الشكل التالي:



وهكذا فمن الضروري – انطلاقا من مبدأ الحيطة والحذر– فهم طبيعة العلاقة بين المردود وسعر الفائدة للتحوط والتخفيف من المخاطرة بسبب تذبذب أسعار الفائدة وبذلك فإن فكرة التحوط والحذر أساسها شراء وبيع عقود مستقبلية لتجنب التذبذب المتوقع في الأسعار.

سعر الفائدة الآجل وطرق احتسابه

يعقد المتعاملون فيما بينهم اتفاقيات لحماية أنفسهم من تقلبات أسعار الفوائد في المستقبل ومثل هذا النوع من التعامل يتم من خلال اتفاقيات أسعار الفوائد الآجلة ويرمز لها بـ (FRA) اختصارا للمصطلح " Future Rate Agreements " وهي اتفاقيات يتم من خلالها التفاهم على سعر فائدة يغطي فترة مستقبلية ابتداء من تاريخ معين. كأن تبدأ الفترة المستقبلية بعد أربعة أشهر لتغطي فترة ثلاثة أشهر بعد انتهاء الأربعة أشهر .

فإذا كان سعر الفائدة عند التسوية أكبر من السعر المتفق عليه فإن المقرض سوف يدفع للمقترض الفرق بين سعر التسوية والسعر المتفق عليه.

أما إذا كان سعر الفائدة عند التسوية أقل من سعر الفائدة المتفق عليه في العقد فإن المشتري وهو المقترض سيدفع للبائع الفرق.

ولكن في حالة التساوي في السعرين لا يتحمل أي من الطرفين شيئا .

يتضح مما سبق أن هذه الإتفاقيات تقوم في الوقت الحاضر أيّ وقت توقيع العقد على أساس التزام مستقبلي هو تاريخ التسوية ، ليتم تسوية الفرق بين سعر الفائدة الحاضر مع سعر الفائدة عند التسوية.

وأهم عناصر هذه الإتفاقيات ما يلي :

١- **الفترة** : وهي المدة التي تغطيها الإتفاقية منذ تاريخ توقيع العقد حتى تاريخ التسوية.

٢- **نوع العملة** : حيث يتم الإتفاق على نوع العملة التي سيتم الدفع بها عند عملية التسوية .

٣- **سعر الفائدة** : وهو سعر يتم الإتفاق عليه بين المتعاقدين في تاريخ توقيع الإتفاقية.

٤- **المبلغ** : وهو المبلغ المترتب على فارق سعر الفائدة لمعرفة مَن يجب عليه دفع الفارق.

ونلاحظ أن طرفي الإتفاقيات هما البائع متمثلا بالمقرض الذي يتوقع انخفاض أسعار الفائدة ولذلك يحتاط ضد انخفاضها. على حين الطرف الثاني هو المشتري متمثلا بالمقترض الذي يتوقع ارتفاع الأسعار للفائدة لذلك يحتاط ضد ارتفاعها.

وتتم التسوية من خلال المعادلة التالية:

$$\frac{(ف_{ت} - ف_{ع}) \times ي}{١٠٠ \times ٣٦٠} \times م \times \frac{١}{١ + \frac{ف_{ت} \times ي}{١٠٠ \times ٣٦٠}}$$

علما بأن :

$ف_{ت}$: هي الفائدة عند تاريخ التسوية .

$ف_{ع}$: هي الفائدة المتفق عليها عند توقيع العقد.

ي : عدد أيام العقد.

م : مبلغ العقد.

ولتوضيح كيفية الحساب نورد المثال التالي :

مثال :

قام شخص باقتراض مبلغ عشرة ملايين دولار بسعر فائدة (١٠٪) وذلك في تاريخ ٣/٢٦/ ولمدة تسعة أشهر ، وقد تم تمويل المبلغ لفترة الثلاثة أشهر الأولى بسعر فائدة ٩٪ أما المدة المتبقية وهي ستة أشهر فقد تم إجراء عملية أسعار آجله (FRA) فتم الإتفاق مع أحد البنوك لتغطية المدة وذلك لحماية سعر الفائدة الأصلي وهو (١٠٪) فقدم البنك عرضا سعرا هو (١٠٪) لمبلغ العشرة ملايين دولار وللمدة المستقبلية الستة اشهر من انتهاء الثلاثة أشهر الأولى. فإذا كان سعر الفائدة السائد عند التسوية هو (١٢٪) ، فكم يكون مبلغ التسوية ؟

الحل :

من المعطيات نجد أن :

الفائدة عند تاريخ التسوية $ف_{ت} = ١٢٪$

وأن الفائدة المتفق عليها عند توقيع العقد $ف_{ع} = ١٠٪$

وأن عدد أيام العقد ي = ٦ أشهر

وأن مبلغ العقد م = ١٠ ملايين دولار

وبتطبيق المعادلة :

وبالتعويض في المعادلة

$$\frac{(ف_{ت} - ف_{ع}) \times ي}{١٠٠ \times ٣٦٠} \times م \times \frac{١}{١ + \frac{ف_{ت} \times ي}{١٠٠ \times ٣٦٠}}$$

وبالتعويض في المعادلة :

$$\frac{(١٢ - ١٠) \times ١٨٣}{١٠٠ \times ٣٦٠} \times ١٠٠٠٠٠٠٠ \times \frac{١}{١ + \frac{١٢ \times ١٨٣}{١٠٠ \times ٣٦٠}}$$

$$= \frac{٢ \times ١٨٣}{٣٦٠٠٠} \times ١٠٠٠٠٠٠٠ \times \frac{١}{١ + \frac{٢١٩٦}{٣٦٠٠٠}}$$

$$= \frac{٣٦٦}{٣٦٠٠٠} \times ١٠٠٠٠٠٠٠ \times \frac{١}{\frac{٣٨١٩٦}{٣٦٠٠٠}}$$

= ٠٫٠١٠١٦٦ × ١٠٠٠٠٠٠٠ × ٠٫٩٤٢٥٠٧

= ٩٥٨١٥٫٢٦١٦٢ دولار

نلاحظ أن سعر الفائدة عند تاريخ التسوية أكبر من سعر الفائدة المتفق عليه في العقد وبذلك فإن المقرض المتمثل في البائع سوف يدفع للمقترض وهو المشتري الفرق بين سعر التسوية والسعر المتفق عليه.

دراسة القيمة الحالية والمردود لتاريخ الإستحقاق وطرق احتسابها

بعض الناس يفضلون الحصول على المال في الوقت الحالي أكثر من تفضيلهم الحصول على نفس المبلغ في وقت لاحق لعلمهم بظروف السوق السائدة وجهلهم لأحوال السوق مستقبلاً وذلك ينطوي على درجة من المخاطرة.

ولذلك فحتى يتنازل الشخص عن أمواله لفترة زمنية معينة كأن يرضى بإقراضها لغيره فيتنازل عن التصرف بها في الوقت الحاضر فإنه يشترط حصوله على مقابل مادي ملموس هو سعر تنازله عن المال وهو ما يُعرف بمعدل الخصم وهو الفرق بين القيمة الإسمية للنقود التي سيحصل عليها مستقبلا وبين القيمة الحالية لتلك النقود.

بناء على ما سبق يمكننا صياغة القيمة الحالية بالمعادلة :

$$\text{القيمة الحالية} = \frac{\text{القيمة الإسمية}}{(1+\text{ع})^{\text{ن}}}$$

حيث ع : معدل الفائدة .

ن : الفترة الزمنية .

إن القانون السابق يستخدم في حالة إيجاد القيمة الحالية لدفعة واحدة تستحق في تاريخ معين .

أما لو كان المبلغ يسدد على عدة دفعات تستحق في آجال مختلفة فإن القيمة الحالية لهذه الدفعات تحسب على النحو التالي :

$$\text{القيمة الحالية} = \frac{\text{مبلغ الدفعة الأولى}}{(1+\text{معدل الفائدة})^{1}} + \frac{\text{مبلغ الدفعة الثانية}}{(1+\text{معدل الفائدة})^{2}} + \cdots\cdots \text{إلخ}$$

أي أن ق ح :

$$\frac{\text{م}_1}{(1+\text{ف})^1} + \frac{\text{م}_2}{(1+\text{ف})^2} + \frac{\text{م}_3}{(1+\text{ف})^3} + \ldots\ldots\ldots\ldots \text{ إلخ.}$$

حيث م : مبلغ الدفعة .

ف : معدل الفائدة أو معدل الخصم .

وهناك الجداول الحسابية التي نستخرج منها القيم مباشرة للتسهيل والسرعة. وسنأتي على دراسة ذلك بالتفصيل عند تناولنا لموضوع أسس تقييم الأوراق المالية والهدف من التقييم.

الفصل الخامس

تكوين المحافظ الاستثمارية وتحليلها وتعديلها

على المرء مراعاة نسب مزج الأصول عند تكوين المحافظ الإستثمارية، فنتيجة للتطور في الاستثمار وزيادة عرض الفوائض المالية ظهرت المحافظ المالية والشركات المتخصصة كالبنوك وشركات الاستثمار وشركات التأمين فأصبح المقصود من المحفظة المالية مجموع الأسهم والسندات والعملات النقدية.

وللمحفظة الاستثمارية التي يقصد بها مجموع الأصول والموجودات التي يمتلكها المستثمر لزيادة ثروته وتحقيق الربح الوفير لإدارتها أسس لا بد من اعتبارها لتحقيق الأهداف الرئيسة التي أنشئت من أجلها .

وسنعرض في هذا الفصل للموضوعات التالية بالتفصيل :

* مفهوم المحافظ الإستثمارية وأهميتها في تحليل مخاطرة الاستثمار.
* نظرية المحفظة الاستثمارية .
* تكوين المحافظ الاستثمارية وأسس إدارة المحافظ الاستثمارية.
* أنواع المحافظ الاستثمارية.
* تقييم المحافظ الاستثمارية وقياس عوائدها وتعديلها .

مفهوم المحافظ الإستثمارية وأهميتها

في تحليل مخاطرة الإستثمار

يُقصد بالمحفظة الإستثمارية بمجموع الأصول والموجودات التي يمتلكها المستثمر لزيادة ثروته وتحقيق الربح ، ونتيجة التطور في الإستثمار وزيادة عرض الفوائض المالية ظهرت المحافظ المالية والشركات المتخصصة كالبنوك وشركات الإستثمار وشركات التأمين فأصبح المقصود من المحفظة المالية بمجموع الأسهم والسندات والعملات النقدية. وهدفها كذلك تحقيق العائد والأرباح لتخفيف المخاطر قدر الإمكان وتأكيد التوازن نوعاً ما بين العائد والمخاطرة . ويمكن قياس المخاطر من خلال عدة مقاييس أهمها الإنحراف القياسي والبيتا .

نظرية المحفظة الإستثمارية

أشرنا سابقا إلى أن فكرة المحفظة تقوم على أساس جمع المستثمر أسهمه وسنداته في محفظة واحدة وبالتالي العمل على تنويع الدخل والمخاطرة لتقليل الخسائر وبذلك يصبح على المستثمر حساب الأرباح المتوقعة من الأسهم والسندات المكونة للمحفظة وحساب أثر تغير الأرباح على الربح النهائي.

تكوين المحافظ الإستثمارية وسياسات تكوينها

إن أهم أمر يجب مراعاته في تكوين المحافظ الإستثمارية اختيار نسب مزج الأصول من خلال المقارنة بين العوائد والمخاطرة وذلك يتوقف على طبيعة المستثمر إن كان من المخاطرين أو المتحفظين أو المحايدين وطبيعة الإستثمار .

ونورد الجدول التالي لتبيان كيفية تكوين المحفظة الإستثمارية وذلك بإفتراض وجود خمسة أنواع من الأسهم المكونة للمحفظة . وعلى إفتراض أن عائد الإستثمارات التي تدفعها البنوك هو ٧٪.

السهم	العائد المتوقع	العائد المضمون من البنك	المخاطر (الإنحراف القياسي)
أ	٥ر١٪	٧٪	٦٥ر١٪
ب	١٨٪	٧٪	٥٧٪
جـ	٢١٪	٧٪	٥ر١٣٪
د	١٨٪	٧٪	٥ر١٠٪
هـ	١٢٪	٧٪	١٨٪

بناء على الجدول السابق فإن المستثمر سيختار السهم الذي يعود عليه بالعائد الأكبر وبأقل درجة مخاطرة وبناء على ذلك نستطيع إعادة ترتيب الجدول على النحو التالي :

السهم	العائد المتوقع	العائد المضمون من البنوك	المخاطر (الإنحراف القياسي)
جـ	٢١٪	٧٪	٥ر١٣٪
د	١٨٪	٧٪	٥ر١٠٪
أ	٥ر١٪	٧٪	٦٥ر١٪
ب	١٨٪	٧٪	٥٧٪
هـ	١٢٪	٧٪	١٨٪

معنى ذلك أن المستثمر سيختار السهم الذي يحقق أفضل عائد بأقل مخاطرة.
وفي ضوء الأسهم الخمسة المتاحة لديه فهو سيفضل :

السهم جـ : الذي يحقق أعلى عائد (٢١٪) ودرجة مخاطرة (٥ر١٣٪).

ثم السهم د : الذي يحقق عائدا جيد (١٨٪) ولكن بدرجة مخاطرة أقل (٥ر١٠٪).

ثم السهم أ : لا يحقق عائدا مناسب وتكاد تتقارب مخاطرته مع عوائده.

ثم السهم ب : يحقق عائد جيد (١٨٪) ولكن بمخاطرة مرتفعة جدا (٥٧٪).

ثم السهم هـ : عائده أقل ومخاطرته أكبر .

يتضح مما سبق أن تكوين المحفظة يعتمد على ركنين رئيسيين وهما:

١- عند تساوي العوائد لأكثر من سهم نختار الأقل مخاطرة .

٢- عند تساوي المخاطر لأكثر من سهم نختار الأكبر عائدا.

ونورد المثال التالي لتوضيح ذلك :

مثال :

السهم	العائد المتوقع	المخاطر (الإنحراف القياس)
أ	٣٪	٥ر١٪
ب	٤٪	٦٪
جـ	٥ر٤٪	٦٪
د	٤٪	٥ر٢٪
هـ	٣٪	٢٪

* عند تطبيق الركن الأول بمعنى إذا تساوت العوائد لأكثر من سهم نختار الأقل مخاطرة : نجد أن السهمين أ ، هـ قد تساوت عوائدهما بحيث بلغت (٣٪) ولكن درجة المخاطرة في السهم أ كانت (٥ر١٪) في حين درجة المخاطرة في السهم هـ (٢٪) إذن نختار السهم أ لأنه الأقل مخاطرة .

* عند تطبيق الركن الثاني بمعنى إذا تساوت المخاطر لأكثر من سهم نختار الأكبر عائدا : نجد أن السهمين ب ، جـ قد تساوت مخاطرهما بحيث بلغت (٦٪) ولكن عائد السهم ب بلغ (٤٪) في حين بلغ عائد السهم جـ (٥ر٤٪) إذن سنختار السهم جـ لأنه يحقق عائدا أكبر في ظل تساوي المخاطر بينهما .

يتضح مما سبق أن هدف المستثمر في تكوين المحفظة المفاضلة بين الأسهم على اساس تحقيق أكبر عائد بأقل المخاطر سواء النظامية منها أو غير النظامية، وذلك بالتنويع في إختيار الأسهم المكونة للمحفظة.

سياسات إدارة المحافظ

يراعي المستثمر عند إدارة المحفظة عامل السيولة والربحية والضمان وبالتالي يأخذ بعين الإعتبار السياسة التي سيتبعها فقد تكون :

١- **السياسة الهجومية** : حيث يضمن المستثمر استمرار الدخل وبالتالي يبحث عن تراكم الأرباح فيكون أسلوبه هجوميا ويلجأ إليها المستثمر في حالات الرخاء والإزدهار الإقتصادي فيستعمل أدوات إستثمارية ناجحة كالأسهم مثلا فيحتفظ بها عندما تكون الأثمان منخفضة ليبيعها عند إرتفاع الأسعار فيحقق أرباحا متزايدة.

٢- **السياسة الدفاعية** : حيث يهتم المستثمر بتكوين الدخل الثابت والمستمر . فيكون متحفظا حذرا أسلوبه دفاعي ولذلك يهتم بعنصر الضمان والأمان بحيث يضمن دخلا مستمرا فيستعمل أدوات استثمارية كالسندات طويلة الأجل والعقارات وكذلك الأسهم الممتازة التي تضمن دخلا ثابتا مهما كانت الظروف .

٣- **السياسة المتوازنة** : في هذا النوع من السياسات يحاول المستثمر الجمع بين السياسة الهجومية والسياسة الدفاعية فيكون بذلك متوازنا. وأغلب المستثمرين يميلون لهذا النوع من السياسات حيث يحققون عوائد تتناسب ودرجة المخاطرة. لكن ذلك لا يمنع من دخوله في عمليات المضاربة إن سمحت له الظروف. ويلجأ المستثمرون الذين

يعتمدون السياسة المتوازنة إلى الإستثمار بأدوات استثمارية قصيرة الأجل تتمتع بالسيولة والضمان والربحية كأذونات الخزينة وربما يلجأ بعضهم للأدوات طويلة الأجل كالسندات والعقارات . والهدف من هذا التنويع تقليل درجة المخاطرة والحد من الخسارة في بعض الأدوات .

أسس إدارة المحافظ الإستثمارية والأهداف الرئيسة لها

بعد تكوين المحفظة يتعين إدارتها بأسلوب ناجح يأخذ بعين الإعتبار التركيز على بعض الأسس لتحقيق أهدافها الرئيسية ، ونذكر من هذه الأسس :

١- **التخطيط** : ونعني بالتخطيط دراسة المؤسسات والأسهم والمفاضلة بينها من خلال دراسة العوائد والمخاطر لتعظيم العوائد وتقليل المخاطر قدر الإمكان. كما يجب اختيار الأسهم التي تحقق نموا في رأس المال وتضمن دخولا مستمرة وتزيد قيمتها مع الزمن وتتلاءم وحاجات المستثمر بالنظر للأهداف إن كانت قصيرة الأجل أو طويلة الأجل.

٢- **التحفظ والتعقل** : فعلى المستثمر أن يكون عقلانيا رشيدا في اتخاذ قراره الإستثماري فلا يتهور في مجالات استثمارية ذات مخاطر كبيرة فتجلب له الخسارة.

٣- **التوقيت** : ونعني بذلك اختيار المستثمر للوقت المناسب عند دخوله السوق أو الخروج منه، فلا يشتري إلا عندما تنخفض الأسعار ولا يبيع حتى يضمن ارتفاعها، لا سيما وأن الأسعار كثيرة التقلب . وهنا يظهر دور الخبرة والأقدمية والمعرفة العلمية.على أن يتزامن قرار البيع أو الشراء أو الاحتفاظ بالأسهم مع الأحداث والظروف الاقتصادية والسياسية .

٤- **المراقبة والمتابعة** : يجب على المستثمر متابعة المراقبة للأسهم فيبيعها إذا شعر أن الأسعار ستنخفض حتى يتجنب حدوث خسائر جسيمة وذلك لا يكون إلا بدراسة حركة السوق والأسعار معاً وقوى العرض والطلب كذلك فيحقق بذلك معدل دوران جيداً من خلال احتفاظه بالإستثمارات الناجعة وتنازله عن الإستثمارات الخاسرة.

وبالتالي يجب الإستمرار في مراقبة الأسهم في المحفظة لإجراء أي تعديل بصورة دورية حسب أوضاع السوق وأوضاع الشركة المستثمر بها .

إذا استطاع المستثمر تحقيق الأسس سابقة الذكر يمكنه أن يصل إلى الأهداف المنشودة ويمكننا إجمال أهداف إدارة المحفظة الإستثمارية في النقاط الآتية :

أ- الحفاظ على رأس المال الأصلي من الإندثار .

ب- الحفاظ على مستوى دخل مستمر .

جـ- الحفاظ على عوائد وأرباح من خلال السياسة الهجومية.

د- تنويع الإستثمارات لتحقيق أفضل العوائد بأقل المخاطر.

هـ- ضمان تسييل الأوراق المالية عند الحاجة.

و- الإبقاء على مركز مالي سليم بعيدا عن التقلبات.

أنواع المحافظ الإستثمارية

يقسم بعض المحللين المحافظ الإستثمارية إلى نوعين رئيسيين وهما المحافظ العامة والتي يسميها بعضهم محافظ المؤسسات والنوع الآخر وهو المحافظ الخاصة وكما يسميها بعضهم محافظ العملاء .

إلا أن بعضهم الآخر يعتبر أن هناك نوعاً ثالثاً من المحافظ وهي المحافظ النقدية ولكن آخرين يعتقدون أن المحافظ النقدية هي فرع لأنها قد تكون إحدى مكونات المحافظ العامة أو المحافظ الخاصة.

١- المحافظ العامة (محافظ المؤسسات)

المحافظ العامة هي محافظ استثمارية تطرح للإكتتاب العام على شكل حصص يمتلكها المساهم. فيكون دور المساهم في الإدارة بقدر الأسهم التي يمتلكها ، كما تتمتع بإدارة مستقلة ، وتتشكل هذه المحافظ من أدوات استثمارية متنوعة كالأسهم الممتازة والأسهم العادية والسندات وشهادات الإيداع والمعادن الثمينة.

٢- المحافظ الخاصة (محافظ العملاء)

المحافظ الخاصة هي محافظ يكونهـا المستثمرون أفرادا أو شركات للإستثمار لحساب العملاء بناء على رغبتهم. أو أن يوكل العميل مدير المحفظة بإدارة المحفظة إدارة كاملة علـى أن يتقاضى مدير المحفظة عمولة مقابل جهده وتعود الأرباح للعميل المستثمر الـذي اختار تشكيل المحفظة . وتتشكل هذه المحافظ الخاصة من أدوات استثمارية متنوعة هي ذاتها الواردة في المحافظ العامة.

٣- المحافظ النقدية (العملات الأجنبية)

ذكرنا آنفا أن المحافظ نوعان رئيسيان هما العامة والخاصة، إلا أن بعض الباحثين يعتبر المحافظ النقدية جزءاً من السابقتين وبعضهم الآخر يعتبرها نوعاً مستقلاً بحد ذاته عن غيرها.

والمحافظ النقدية هي محافظ العملات الأجنبية تتشكل من عدة عملات فتأخذ اتجاها أمريكيا أو أوروبيا أو قد يكون مختلطا بمعنى المزج بين الإتجاهاين.

أ- الاتجاه الأمريكي : أي الاتجاه الذي يعتمد على الإستثمار بالدولار الأمريكي أو العملات المرتبطة به أو المرتبطة بالإقتصاد الأمريكي وتعتمد عليه.

ب- الاتجاه الأوروبي : أي الاتجاه الـذي يعتمد على الإستثمار بعملات الـدول الأوروبية واليابان وتشمل سلة العملات : الجنيه الإسترليني ، الفرنك السويسري، الجلدر الهولندي ، الين الياباني ، الفرنك الفرنسي ، المارك الألماني.

جـ- الاتجاه المختلط :أي الاتجاه الذي يعتمد على الإستثمار بعملات الإتجاه الأمريكي والإتجاه الأوروبي معا، أي المزج بين الإتجاهين.

وهذا النوع أكثر توازناً وإستقراراً ننتيجة للتقليل من تقلبات الأسعار، كما أن الإستثمار بوحدات حقوق السحب الخاصة يندرج تحت هذا الاتجاه.

الإستثمار بالمعادن الثمينة

يلجأ الناس أحيانا للإستثمار بالذهب والفضة كونهما من المعادن الثمينة التي عرفت منذ القدم وقد ساد التعامل بالذهب حتى اعتمدت بريطانيا ما يسمى بالنظام الذهبي لتسوية المدفوعات الدولية فكان أساسا للتسعير بحيث جعل سعر محدد للذهب مقابل العملات المختلفة لا سيما الدولار وظل الأمر هكذا حتى بداية السبعينات وتحول السعر إلى الأساس القائم على العرض والطلب. والحقيقة أن هناك جملة عوامل تؤثر على أسعار الذهب ارتفاعا وانخفاضا نجملها فيما يلي :

١- العوامل التي تؤدي إلى ارتفاع أسعار الذهب :

أ- قدرة الدولة على سداد إلتزاماتها ودرجة العجز عن السداد.

ب- توقف إنتاج الذهب أو قلة الكميات المنتجة منه.

جـ- عوامل سياسية عند حدوث الأزمات السياسية.

د- زيادة معدلات التضخم وانخفاض أسعار الفائدة.

٢- العوامل التي تؤدي إلى إنخفاض أسعار الذهب :

أ- إنخفاض معدلات التضخم وإرتفاع أسعار الفائدة .

ب- الإستقرار السياسي عالميا .

جـ- زيادة إنتاج الذهب والإكثار من عرضه في الأسواق .

د- وجود وفورات في خزينة الدولة بعد تسديد ما عليها من إلتزامات.

إن أشهر أسواق الذهب عالمياً سوق زيورخ وسوق لندن وسوق نيويورك .

ويوجد نوعان من حسابات التعامل بالذهب وهما :

أ- حسابات ذهب سبائك مخصصة : أي تخصص باسم مودعها.

ب- حسابات ذهب سبائك غير مخصصة : أي تقيد كمية وأوزان السبائك باسم كل مودع وجميع السبائك تكون غير مخصصة أي مختلطة لكافة المودعين.

ولكن التعامل بسبائك الذهب كودائع استثمارية له شروط معينة وسعر الفائدة غالباً ما يكون قليلا ولذلك يتوجب على المتعاملين مراقبة الأسواق باستمرار ومتابعة الأحداث الإقتصادية والسياسية عالميا.

تقييم المحافظ الإستثمارية وقياس عوائدها وتعديلها

حتى نقيم محفظة استثمارية ونقيس عوائدها لا بد أن نحسب المبالغ التي تتأتى كدخل مستمر من المحفظة ومن ثم نحسب تلك الأرباح التي تحققت أو الخسائر التي تكبدها المستثمر وهذا كنسبة مئوية من إجمالي مبلغ المحفظة.

إن قياس مدى نجاح أو فشل المحفظة يقاس بالنسب والمعدلات التي يتعامل بها السوق كالإنحراف المعياري ومعامل البيتا ومعامل الإختلاف وما إلى ذلك من المؤشرات المعتمدة في السوق.

أما إذا شعر المستثمر بخلل في عوائد المحفظة فإنه يلجأ لتعديلها، فإذا لاحظ أن العوائد تقل تدريجيا والمخاطر تزيد فإنه يلجأ إلى أدوات استثمارية أخرى تحقق له أعلى عائد بأقل المخاطر مع الأخذ بعين الإعتبار عامل الوقت حتى يُحسن وقت الشراء والبيع ليحقق أكبر عائد ومنفعة بأقل مخاطرة .

الفصل السادس

المبادلة بين المخاطرة والعائد

إن أي مشروع استثماري يعود بالأرباح المجزية لا بـد وأن يحمـل في طياتـه درجة من المخاطر النظامية وغير النظامية ، لذلك كـان لا بـد للمسـتثمر قبـل اتخـاذ قراره الإستثماري من الأخذ بعين الاعتبار العوائد المتوقع الحصول عليهـا بـالنظر إلى درجة المخاطرة.

وحيث أن غاية المستثمر تحقيق العائد الأكبر وتخفيف حدة المخـاطر، فعليـه قياس العوائد والمخاطر للمفاضلة بين البدائل المتاحـة لديـه ، فـإذا كـان العـائد علـى الإستثمار كبيراً ودرجة المخاطرة قليلة فإن المستثمر يتخذ قراره الاستثماري ويباشـر الاستثمار، في حين إذا كان العائد على الاستثمار ضعيفاً ودرجة المخاطرة كبيرة فإن المستثمر يتخذ قراره بالتوجه نحو استثمار بديل يحقق له ربحاً أوفر بمخاطرة أقل.

وتعميقا لهذه المفاهيم ارتأينا دراسة الموضوعات التالية :

* تحليل العائد والمخاطرة.
* مصادر المخاطر المختلفة.
* قياس المخاطرة.
* قياس العوائد.
* المبادلة بين المخاطر والعوائد.

تحليل العائد والمخاطرة

تحدثنا فيما مضى عن المخاطر وقلنا إن قيام المستثمر بالعملية الإستثمارية ينطوي على درجة من المخاطر بشقيها النظامية وغير النظامية مقابل حصوله على عائد. ولذلك فقبل الإقدام على الإستثمار يأخذ المستثمر بعين الإعتبار العوائد المتوقع الحصول عليها بالنظر إلى درجة المخاطرة. فبعض المستثمرين يميلون للمغامرة وبعضهم يفضل أن تغطي عوائد المشروع نفقاته دون أن يغامر بالأكثر، فاحتمال وقوع الخسارة يعني احتواء المشروع على شيء من المخاطرة.

المخاطر النظامية وغير النظامية ومصادرها

إن أي مشروع استثماري يعود علينا بالأرباح المجزية لا بد وأن يحمل في طياته درجة من المخاطر . والمخاطر نوعان هما : المخاطر النظامية والمخاطر غير النظامية.

١- المخاطر النظامية : وهي المخاطر التي تنشأ عن البيئة والمحيط وتتعلق بالنظام المالي العام ، وليس للمشروع بحد ذاته دور رئيس فيها. ولذلك نجدها تؤثر على المستثمرين كافة دونما استثناء ، والتنوع الإستثماري حيالها ليس حلا إلا أنه يمكن التخفيف من حدتها بقياسها ببعض المعاملات والمعايير .

٢- المخاطر غير النظامية : وهي تلك التي تنشأ عن طبيعة ونوع الإستثمار لا من طبيعة النظام المالي العام . لذلك تكون خاصة بالمشروع وتأتي كنتيجة لبعض التعاملات الإستثمارية فتؤثر على مستثمر معين أو مشروع محدد دونما غيره ، من هنا يمكن تفادي هذه المخاطر وتجنبها بشكل كبير من خلال التنوع الإستثماري وحسابها بالإنحراف المعياري.

ولا تنحصر المخاطر فيما ذكرنا من مخاطر نظامية وغير نظامية بل هناك تصنيفات أخرى نجملها فيما يلي :

أ- **مخاطر النشاط الصناعي** : فقد يتعرض نوع من الصناعة لمخاطر تنعكس على المتعاملين معه من خلال الأسهم الخاصة بذلك المشروع الصناعي.

ب- **مخاطر أسعار الفائدة** : لا شك أن تقلبات أسعار الفائدة لها أثرها على أرباح المستثمر فلو فرضنا أن شخصاً وظف أمواله في مشروع استثماري وبعد فترة معينة ارتفعت أسعار الفائدة فذلك سوف يؤثر سلباً على حجم العائد ، ولذلك فكثرة التذبذب في أسعار الفائدة سيعمل على زيادة الفجوة والفارق في العوائد التي سيحققها المستثمر بين انخفاض وارتفاع لسعر الفائدة . لذلك ينصح بثبات سعر الفائدة أو عدم تذبذبها بشكل كبير حتى يستقر وضع المستثمر .

جـ- **مخاطر السوق** : إن تعرض السوق لانهيارات مفاجئة وتقلبات سريعة وانخفاض في الأسعار سيؤثر على المستثمر بشكل أو بآخر.

د- **مخاطر التضخم والإئتمان** : إن التضخم وما يعنيه من انخفاض للقوة الشرائية للنقود سيؤدي لانخفاض القيم الحقيقية للموجودات والأصول الاستثمارية، مما يؤدي إلى مشاكل مالية وربما عسر مالي لصاحب المشروع جراء عدم تمكنه من سداد ما عليه من التزامات مالية نتيجة الإقتراض والتسهيلات الإئتمانية .

هـ- **مخاطر قانونية واجتماعية** : كثيراً ما تلجأ بعض الدول لعملية التأميم فتؤمم بعض المشاريع مما يؤثر على مصلحة المستثمر . وإن بعض العادات الإجتماعية والقوانين السائدة في كثير من الدول كطبيعة الإستهلاك والميول والرغبات وأذواق الناس لها دورها كذلك.

قياس المخاطرة

على المستثمر أن يتعرف طرق قياس المخاطرة لتخفيف درجتها ، رغم أن كثيرين يعتقدون أن التباين مقياس لدرجة المخاطرة فكلما زاد التباين دل ذلك على عدم التجانس، وهناك الإنحراف المعياري ومعامل التغير والبيتا وكلها طرق لقياس المخاطرة وسنتناول كلاً منها فيما يلي :

١- الإنحراف المعياري

حيث يقيس مدى انحراف أرباح السهم التي تحققت عن المتوقعة ، ولذلك فهو يأخذ بأرباح السهم لعدة سنوات. وبالتالي فالإنحراف المعياري يقيس التشتت عن الوسط الحسابي بأن نحسب المتوسط الحسابي لأرباح السهم لعدة سنوات سابقة ثم نقارن الأرباح السنوية مع هذا المتوسط لنحصل على درجة الإنحراف.

كلما كانت درجة الإنحراف كبيرة دلّت على أن درجة المخاطرة كبيرة . في حين كلما كانت أرباح السهم قريبة من المتوسط الحسابي دلّت على استقرار السهم وقلة مخاطره.

ويمكن احتساب الإنحراف المعياري من خلال القانون :

$$\text{الإنحراف المعياري} = \sqrt{\frac{\sum(\text{س} - \bar{\text{س}})^2}{\text{ن}}} \times 100\%$$

علماً ان :

$\sum$: ترمز للمجموع .   س : ترمز للعائد السنوي .

$\bar{\text{س}}$: الوسط الحسابي بحيث $\bar{\text{س}} = \frac{\sum \text{س}}{\text{ن}}$ ن : السنوات .

مثال :

لنفرض أن العائد السنوي لسهم ما خلال خمس سنوات متوالية كما يلي:

٥٪ ، ٦٪ ، ٣٪ ، ٥٪ ، ٧٪

والمطلوب إيجاد الإنحراف المعياري ؟

الحل :

نحسب أولا الوسط الحسابي للعوائد كما يلي :

$$\bar{\text{س}} = \frac{\sum \text{س}}{\text{ن}}$$

$$= \frac{\text{٠ر٠٥} + \text{٠ر٠٦} + \text{٠ر٠٣} + \text{٠ر٠٥} + \text{٠ر٠٧}}{\text{٥}} = \frac{\text{٠ر٢٦}}{\text{٥}} = \text{٠ر٠٥٢}$$

ثم نحسب الفرق بين العائد السنوي والوسط الحسابي ثم نربع الفارق كما يلي :

٠ر٠٥ − ٠ر٠٥٢ = (−٠ر٠٠٢) وتربيعه = ٠ر٠٠٠٠٠٤

٠ر٠٦ − ٠ر٠٥٢ = (٠ر٠٠٨) وتربيعه = ٠ر٠٠٠٠٦٤

٠ر٠٣ − ٠ر٠٥٢ = (−٠ر٠٢٢) وتربيعه = ٠ر٠٠٠٤٨٤

٠ر٠٥ −٠ر٠٥٢ = (−٠ر٠٠٢) وتربيعه = ٠ر٠٠٠٠٠٤

٠ر٠٧ − ٠ر٠٥٢ = (٠ر٠١٨) وتربيعه = ٠ر٠٠٠٣٢٤

ويمكن صياغة ما سبق في الجدول التالي :

ن	س	$\bar{\text{س}}$	$(\text{س} - \bar{\text{س}})$	$(\text{س} - \bar{\text{س}})^2$
١	٠ر٠٥	٠ر٠٥٢	−٠ر٠٠٢	٠ر٠٠٠٠٠٤
٢	٠ر٠٦	٠ر٠٥٢	٠ر٠٠٨	٠ر٠٠٠٠٦٤
٣	٠ر٠٣	٠ر٠٥٢	−٠ر٠٢٢	٠ر٠٠٠٤٨٤
٤	٠ر٠٥	٠ر٠٥٢	−٠ر٠٠٢	٠ر٠٠٠٠٠٤
٥	٠ر٠٧	٠ر٠٥٢	٠ر٠١٨	٠ر٠٠٠٣٢٤
	٠ر٢٦			٠ر٠٠٠٨٨

ثم نطبق القانون :

$$\text{الإنحراف المعياري} = \sqrt{\frac{\sum (\text{س} - \bar{\text{س}})^2}{\text{ن}}}$$

$$= \sqrt{\frac{0.00088}{5}} = \sqrt{0.000176} = 0.013266$$

إذن الإنحراف المعياري = ١٫٣٢٦٦ ٪

٢- معامل الإختلاف

اشرنا إلى أنه كلما كان الإنحراف المعياري كبيرا كانت درجة مخاطرة السهم كبيرة وبالتالي عدم استقراره ، ولذلك مقياس كبر الإنحراف المعياري أو صغره فيقاس بمعامل الإختلاف.

ولاحتساب معامل الإختلاف يجب حساب الإنحراف المعياري. ومن ثم نقسم الإنحراف المعياري على الوسط الحسابي فيعطينا معامل الإختلاف . ويحسب معامل الإختلاف كالتالي :

$$\text{معامل الإختلاف} = \frac{\text{الإنحراف المعياري}}{\text{الوسط الحسابي}} \times 100\%$$

مثال :

في المثال السابق وجدنا أن الإنحراف المعياري يساوي ١٫٣٢٦٦٪ والوسط الحسابي ٠٫٠٥٢ فيكون

$$\text{معامل الإختلاف} = \frac{0.013266}{0.052} \times 100\%$$

$$= 25.51\%$$

٣- البيتا

وهو مقياس لسرعة تأثر السهم مقارنة بتأثر السوق . وإذا فرضنا أن سرعة تاثر السوق لأي حالة الواحد صحيح فإن هبوط أو ارتفاع السهم بنفس اتجاه السوق يكون سرعة تأثره الواحد الصحيح. ولكن لنفترض أن تغير السوق كان ١٠٪ بينما تغير سرعة السهم ١٥٪ فمعنى ذلك تذبذب السهم بمرة ونصف .

يتضح مما سبق أن لكل سهم سلوكاً معيناً مقارنة بسلوك السوق عامة ومعنى ذلك أن البيتا هي مقياس للمخاطر النظامية في السوق التي ترجع لأسباب عامة كتغير الظروف الإقتصادية على سبيل المثال .

قياس العوائد

إن غاية المستثمر تحقيق العائد ولكن بالنظر إلى درجة المخاطرة محاولا بذلك تعظيم العوائد قدر ما استطاع والتخفيف من حدة المخاطر قدر الإمكان ، أما بالنسبة لقياس المخاطر فقد بينا كيف للمستثمر أن يقيسها ، ولكن تبقى كيفية قياس العوائد بشكل صحيح حتى يتمكن المستثمر من معرفة مدى إمكانية تقدمه في المشروع أو الإحجام عنه من خلال الأخذ بعين الإعتبار العوائد التي تحققت خلال السنوات السابقة مع مراعاة ما تحقق من أرباح أو خسائر عند تقييمه للإستثمار إذا أراد بيعه..

عوائد فترة الإحتفاظ

تختلف فترة الإحتفاظ من سهم لآخر ، فقد يتم الإحتفاظ بسهم أو سند لمدة سنة واحدة ، فعندئذ نحسب العائد على الإستثمار من خلال المعادلة :

العائد على الإستثمار لامتلاك السهم أو السند لمدة سنة واحدة = $\frac{\overline{س} - س + أ}{س}$

حيث $\overline{س}$: هو سعر بيع السهم

س : هو سعر شراء السهم.

أ : مجموع الأرباح التي تحققت من السهم خلال فترة الإحتفاظ به.

مثال :

اشترى مستثمر سهما بقيمة ٣٠ ديناراً وبعد سنة باعه بـ ٣٥ ديناراً علماً أن هذا السهم قد حقق له ربحاً مقداره : ٢٫٥ ديناراً ، فكم يكون العائد على الإستثمار؟

الحل :

لدينا من معطيات المثال :

سعر الشراء (س) = ٣٠ ديناراً

سعر البيع ($\overline{س}$) = ٣٥ دينار

مجموع الأرباح التي تحققت خلال فترة الإحتفاظ (أ) = ٥ر٢ ديناراً

فنطبق القانون :

$$\text{العائد على الإستثمار} = \frac{\overline{س} - س + أ}{س}$$

$$= \frac{٣٥ - ٣٠ + ٢ر٥}{٣٠} = \frac{٧ر٥}{٣٠} = \frac{١}{٤}$$

إذن العائد على الإستثمار = $\frac{١}{٤}$ أي ٢٥٪

أما عندما تكون فترة الإحتفاظ لعدة سنوات نطبق القانون :

$$\left(\frac{\overline{س} - س}{ن} + أ\right) \div \left(\frac{\overline{س} + س}{٢}\right)$$

حيث $\overline{س}$: سعر بيع السهم.

س : سعر شراء السهم .

ن : عدد سنوات الإحتفاظ بالسهم.

أ : الأرباح الموزعة لكل سنة .

مثال :

إشترى مستثمر سهما بقيمة ٣٠ ديناراً وبعد خمس سنوات باعه بسعر ٦٠ ديناراً ، علما بأن هذا السهم يحقق ربحا سنويا مقداره ٣٠٠ فلس . فكم يكون العائد على الإستثمار ؟

الحل :

من معطيات المثال :

سعر الشراء (س) = ٣٠ ديناراً

سعر البيع ($\bar{س}$) = ٦٠ ديناراً

عدد السنوات (ن) = ٥ سنوات

الأرباح السنوية (أ) = ٣٠٠ فلس

فنطبق القانون :

$$\text{العائد على الإستثمار} = \left(\frac{\bar{س} - س}{ن} + أ\right) \div \left(\frac{\bar{س} + س}{٢}\right)$$

$$= \left(\frac{٦٠ - ٣٠}{٥} + ٠{,}٣\right) \div \left(\frac{٦٠ + ٣٠}{٢}\right)$$

$$= \left(\frac{٣٠}{٥} + ٠{,}٣\right) \div \left(\frac{٩٠}{٢}\right)$$

$$= (٦ + ٠{,}٦) \div (٤٥)$$

$$= ٦{,}٣ \div ٤٥ = ٠{,}١٤$$

إذن العائد على الإستثمار = ٠٫١٤ = ١٤٪

طريقة القيمة الحالية للعوائد

إن إحتساب العوائد بالطريقة الأولى حسب فترة الإحتفاظ بالسهم أقل صعوبة من احتسابه بطريقة القيمة الحالية للعوائد، ولذلك فأغلب الذين يستعملون القيمة الحالية هم متخصصون في مجالات الإستثمار كمديري المحافظ الإستثمارية وموظفي قسم الإستثمارات في البنوك والصناديق الإستثمارية ممن يتمتعون بدرجة من الكفاءة والخبرة.

وأساس هذه الطريقة اعتماد الفوائد المركبة ومعادلة القيمة الحالية بمعرفة نسبة الخصم التي تخصم بها قيمة العوائد لمعرفة القيمة عند شراء السهم في بداية المدة من المعادلة التالية :

علما أن :

$أ_١$ ، $أ_٢$: تمثل الربح السنوي للسهم .

خ : نسبة الخصم .

$\overline{س}$: سعر بيع السهم .

س : سعر شراء السهم .

ولنضرب مثالا توضيحيا لذلك.

مثال :

اشترى مستثمر سهما بقيمة ٤ دنانير واحتفظ به مدة ٣ سنوات ثم باعه بسعر ٦ دنانير ، علما أن العائد الذي يتحقق سنويا هو ١٠٠ فلس ونسبة الخصم كانت ١٥٪.

الحل :

من معطيات المثال لدينا :

سعر الشراء (س) = ٤ دنانير .

سعر البيع ($\overline{س}$) = ٦ دنانير .

نسبة الخصم (خ) = ١٥٪

الربح السنوي للسهم (أ) = ١٠٠ فلس

فترة الإحتفاظ ثلاث سنوات .

نطبق القانون :

$$\frac{أ_١}{(١+خ)^١} + \frac{أ_٢}{(١+خ)^٢} + \frac{أ_٣ + \overline{س}}{(١+خ)^٣} + ... \text{الخ}$$

فنجده :

$$= \frac{1.0}{\left(1+\frac{15}{100}\right)^{1}} + \frac{1.0}{\left(1+\frac{15}{100}\right)^{2}} + \frac{1.0+6}{\left(1+\frac{15}{100}\right)^{3}}$$

$$= \frac{1.0}{(1.15)^{1}} + \frac{1.0}{(1.15)^{2}} + \frac{1.6}{(1.15)^{3}}$$

$$= \frac{1.0}{1.15} + \frac{1.0}{1.3225} + \frac{1.6}{1.520875}$$

$$= 0.0869 + 0.0756 + 4.010849$$

$$= 4.173349$$

وهكذا تتم عملية المقارنة بين العائد على الإستثمار والمخاطر المتوقعة الحدوث، فإذا كان العائد على الاستثمار كبيراً ودرجة المخاطرة قليلة فإن المستثمر يتخذ قراره الإستثماري ويباشر الإستثمار ، في حين إذا كان العائد على الإستثمار ضعيفا ودرجة المخاطرة كبيرة جداً فإن المستثمر يتخذ قراره بالتوجه نحو استثمار بديل يحقق له ربحاً أوفر بمخاطرة أقل .

الفصل السابع

الاستثمار بالأسهم والسندات

يعتبر الاستثمار بالأسهم والسندات أهم أنواع الاستثمار في السوق المالي فالسهم يمثل حق الملكية، على حين يمثل السند حق الدائنية ولكل من الأسهم والسندات أنواع ، كما أن للأسهم الممتازة خصائص تميزها من الأسهم العادية، ناهيك عن الفارق بين الأسهم والسندات.

وتفصيلا لهذه الأمور جعلنا الفصل يبحث فيما يلي :

* الاستثمار بالأسهم العادية والممتازة.
* الاستثمار بالسندات قصيرة الأجل وطويلة الأجل.

الإستثمار بالأسهم والسندات

يعتبر الإستثمار بالأسهم وبالسندات أهم أنواع الإستثمار في السوق المالي وقد أشرنا إلى أن السهم يمثل حق الملكية في حين أن السند يمثل حق الدائنية وكما أن الأسهم أنواع فإن السندات أنواع مختلفة كذلك وسنأتي على ذلك بالتفصيل.

١- الإستثمار بالأسهم

ونعني به المشاركة في الملكية ومثال ذلك الأسهم بنوعيها العادية والممتازة، والأسهم عبارة عن حصص متساوية في ملكية مؤسسة أو شركة مساهمة مثبتة بصكوك قانونية يمكن تداولها بيعاً وشراءً في الأسواق المالية ، ويمثل مجموع الأسهم نصيب مالكها من رأسمال الشركة بناء على قيمة السهم الإسمية عند التأسيس، وعليه فالأسهم وسيلة من وسائل تمويل الشركة وتكوين رأس المال وتخول مالكها بعض الحقوق والإمتيازات منها :

١- إنتخاب أعضاء مجلس الإدارة .

٢- ترشيح نفسه للمشاركة بإدارة الشركة بالقدر الذي يملكه من الأسهم.

٣- الحصول على نصيبه من الأرباح الموزعة بما يعادل نصيبه من رأس المال المدفوع، فإذا كانت له نسبة الثلث من الأسهم حصل على نسبة الثلث من الأرباح ، أما إذا كانت له نسبة الثلثين من رأس المال فإنه يحصل على نسبة الثلثين من الأرباح، وهكذا نجد أن العلاقة التي تربط نسبة الأسهم المملوكة من رأسمال الشركة مع الأرباح هي علاقة طردية فكلما زادت حصة المستثمر من الأسهم زادت حصته من الأرباح.

٤- الحصول على نصيبه من القيمة المتبقية عند التصفية ، بعد تسديد الشركة ما عليها من التزامات.

٥- له أولوية الاكتتاب في الإصدارات الجديدة والإطلاع على وضعية الشركة وسجلاتها.

وتنقسم الأسهم العادية إلى أنواع أساسية هي :

١- **أسهم إسمية** : وهي أسهم يثبت عليها اسم مالك الأسهم وتسجل الأسهم لدى الشركة باسم صاحب الشأن وبذلك يسجل على شهادة الأسهم اسم الشخص لذلك سميت أسهماً إسمية لكتابة اسم المالك صراحة.

٢- **أسهم إذنية أو لأمر** : يذكر هنا اسم صاحب السهم في الشهادة مع إظهار الإذن أو الأمر .

٣- **أسهم لحامله** : وهنا لا تحمل شهادة الأسهم اسم صاحب الأسهم وإنما يصبح مالكا للأسهم حامل الشهادة ولذلك سُميت أسهماً لحاملها.

ويتخذ السهم العادي تلك القيم حسب مراحل حياة الشركة التالية :

أ- **القيمة الإسمية** : وهي قيمة السهم التي تتحدد عند تأسيس الشركة وتثبت في شهادة الأسهم الصادرة لمالكها.

ب- **قيمة الإصدار** : وغالبا ما تكون مساوية للقيمة الإسمية أو أكثر منها وتتحدد طرحها للإكتتاب العام. ولا يجوز أن تكون قيمة إصدار السهم أقل من قيمة السهم الإسمية .

جـ- **القيمة السوقية** :وهي القيمة التي تحدد للسهم في السوق المالي من خلال تداول السهم وظروف العرض والطلب عليه.

د- **القيمة الدفترية** : وتستخرج من سجلات ودفاتر الشركة من خلال قيمة الأصول في دفاتر الشركة ولذلك سميت بالقيمة الدفترية لاستخراجها من الدفاتر.

هـ- **القيمة التصفوية** : وهي قيمة السهم عند تصفية الشركة وسداد ما عليها من التزامات وحساب صافي قيمة الأصول . وإذا أردنا الحصول على القيمة التصفوية للسهم قسمنا حصيلة التصفية على عدد أسهم الشركة.

أما النوع الثاني من الأسهم فهو الأسهم الممتازة حيث يفضل بعض المستثمرين الأسهم الممتازة على غيرها ، كونها تجمع بين الأسهم العادية من حيث حق الملكية وبين السند في كونه محدد الفائدة مسبقا. فالأسهم الممتازة أوراق مالية تضمن لحاملها ميزات لا تضمنها الأسهم العادية. ومثال ذلك حصول حامل السهم الممتاز على أرباح محددة بنسبة سنوية ثابتة أو بمبلغ محدد بغض النظر عن نتيجة أعمال الشركة وما حققته من رقم الأعمال، كما أنه قد لا يتم توزيع الأرباح على أصحاب الأسهم العادية لكن من الضروري توزيع الأرباح على أصحاب الأسهم الممتازة وكذلك عند تصفية الشركة يكون لحامل السهم الممتاز الأولوية في الحصول على كامل حقوقه.

وبذلك يكون السهم الممتاز حق ملكية غير محدود الفترة ولا ينتهي إلا بتصفية الشركة، إلا أنه لا يجوز خصم أرباح الأسهم الممتازة من الوعاء الضريبي . فبعض التشريعات تعفي نسبة معينة من الأرباح الموزعة عليها من ضريبة الدخل.

وتنقسم الأسهم الممتازة إلى أنواع أساسية هي :

١- **الأسهم الممتازة المجمعة الأرباح** : أي من حق مالك السهم الممتاز أن يرحل الأرباح المجمعة غير الموزعة من سنة لأخرى في حالة عجز الشركة عن الدفع أو تحقيق الشركة أرباحا و لم تعلن عن توزيعها لسبب ما.

٢- **الأسهم الممتازة المشاركة في الأرباح** : وهي إعطاء الحق لمالك تلك الأسهم بمشاركة المساهمين في الأرباح المودعة ، ويمكن أن يكون هناك حد أقصى للمشاركة في الأرباح أو لا يكون هناك حد مقيد .

٣- **الأسهم الممتازة القابلة للتحويل** : وهي فرصة تحويل الأسهم إلى أسهم عادية عند إرتفاع القيمة السوقية للسهم العادي فيحقق عائداً جيداً مع مراعاة الظروف المحيطة.

٤- **الأسهم الممتازة القابلة للاستدعاء :** وهي إلزامية الشركة لصاحب السهم برده للشركة بسعر محدد وفترة زمنية محددة من تاريخ الإصدار. وذلك لتقليص عدد أصحاب الأسهم الممتازة.

الإستثمار بالسندات قصيرة الأجل وطويلة الأجل

النوع الثاني من الأوراق المالية هو السندات التي تمثل حقوق الدائنية كونها قروضاً تقترضها الجهات الحكومية أو الخاصة لتمويل عملياتها ، ويستعمل السند لتنظيم الائتمان وعرض النقود وقد تلجأ البنوك المركزية لإصدار السندات في حالة التضخم لامتصاص السيولة النقدية الزائدة في السوق.

فالسند حق دائنية يتعهد من خلاله المقترض بدفع مبلغ معين مقابل إقتراضه مضافا إليه فوائد القرض المحددة بنسبة معينة وفي تاريخ محدد. وعليه فالسند قابل للتداول بيعاً وشراءً في السوق المالي. وبالتالي يعتبر أداة دين تضمن لحاملها حق الدائنية. ففي حالة تحصيل الأرباح وتصفية الشركة تكون لحامل السند الأولوية. كما أن السند من أدوات الإستثمار ثابتة الدخل كونه يحصل على فائدة ثابتة. وعليه يكون للسند فترة زمنية محددة.

والسندات أنواع فمنها سندات حكومية تصدر عن الدولة كسندات الخزينة وهناك السندات التي تصدر عن الجهات الخاصة كالمؤسسات والشركات والبنوك، إلا أن السندات الحكومية أكثر مصداقية وأماناً من غيرها وتمتاز بأن فوائدها معفاة من ضريبة الدخل .

كما قد تكون السندات لحاملها فلا يذكر اسم المستثمر ويمكن انتقالها من يد لأخرى. أو تكون سندات إسمية يسجل عليها صراحة اسم المستثمر. وقد تصنف السندات حسب الآجال فتتوزع بين سندات طويلة الأجل بفوائد أعلى من غيرها أو سندات متوسطة الأجل وتكون الفوائد عليها أقل من فوائد طويلة الأجل ، وسندات

قصيرة الأجل لا تتجاوز مدتها عاما واحدا وتكون معدلات الفائدة عليها قياسا مع غيرها قليلة نظرا لقصر آجالها وإنخفاض درجة المخاطرة.

كما قد تصنف السندات بصفتها مضمونة أو غير مضمونة. وقابلة للاستدعاء وكذلك قابليتها للتحويل وغير ذلك.

أما عند الحديث عن السندات من حيث الأجل فهي إما سندات قصيرة الأجل وإما سندات طويلة الأجل.

أ- السندات قصيرة الأجل

يتم تداولها بالقيمة الإسمية مع إضافة العمولات والمصاريف ، ولأننا نتحدث عن الأجل القصير فإن قيمة هذه السندات لا تتغير بشكل كبير، ومن أهم أسواق هذه السندات سوق سندات اليورو دولار وهي سندات محبذة من طرف المستثمرين لما تحمله من خصائص نذكر أهمها :

١- صدورها من جهات ذات ثقة كالحكومات والمؤسسات الكبيرة ذات السمعة المرموقة .

٢- آجالها لا تتجاوز السنة وتصدر بفئات مختلفة وآجال متنوعة الإستحقاق.

٣- تسمح للمستثمر تحقيق أهدافه من خلال اختياره للجهة المصدرة وآجال الإستحقاق.

٤- بما أنها ذات آجال قصيرة فدرجة تغير قيمتها بسيطة.

٥- يسهل تسييلها نظرا لقصر آجالها .

ب- السندات طويلة الأجل

وهي سندات تزيد آجالها على خمس سنوات تصدر بمعدلات فائدة أعلى من السندات قصيرة الأجل ويمكن للمستثمر تسييل السند عند حاجته إليه، وللسندات طويلة الأجل أنواع مختلفة نذكر منها :

١- السندات المباشرة .

٢- السندات ذات سعر الفائدة العائم.

٣- السندات القابلة للتحويل إلى أسهم.

٤- السندات ذات الضمان بالتملك.

٥- السندات القابلة للتمديد والسندات القابلة للدفع المسبق.

٦- السندات القابلة للاستدعاء.

٧- السندات عالية المردود.

وقد يلجأ المستثمر مالك السند إلى تسييل السند أو بيعه إذا احتاج لأموال سائلة ويكون ذلك وفق المعادلة :

$$\text{سعر شراء السند} = \text{القيمة الإسمية للسند} \times \frac{1 + \frac{\text{سعر الفائدة} \times \text{عدد الأيام الأساسية}}{100 \times 360}}{1 + \frac{\text{العائد المتفق عليه} \times \text{عدد الأيام المتبقية}}{100 \times 360}}$$

وبالرموز فإن : $\text{سعر شراء السند} = س \times \frac{1 + \frac{ر \times د}{100 \times 360}}{1 + \frac{ي \times ن}{100 \times 360}}$

حيث س : القيمة الإسمية للسند .

د : عدد الأيام الأساسية للسند .

ر : سعر الفائدة .

ي : العائد المتفق عليه.

ن : عدد الأيام المتبقية .

ولتوضيح كيفة احتساب سعر شراء السند نورد المثال التالي:

مثال :

سند قيمته مليون دولار بسعر فائدة ١٠٪ سنويا مدته الأساسية ١٥٠ يوما وكانت المدة المتبقية على استحقاقه عند الشراء ٣٠ يوما والعائد المتفق عليه ١٢٪ سنويا . فكم يكون سعر شراء السند ؟

الحل :

من معطيات المثال لدينا :

القيمة الإسمية للسند (س) = مليون دولار.

عدد الأيام الأساسية للسند (د) = ١٥٠ يوم.

وسعر الفائدة (ر) = ١٠٪.

والعائد المتفق عليه (ي) = ١٢٪.

وعدد الأيام المتبقية (ن) = ٣٠ يوم.

وبتطبيق المعادلة :

$$\text{سعر شراء السند} = \text{س} \times \frac{1 + \frac{\text{ر} \times \text{د}}{100 \times 360}}{1 + \frac{\text{ي} \times \text{ن}}{100 \times 360}}$$

نجد أن :

$$\text{سعر شراء السند} = 1000000 \times \frac{1 + \frac{10 \times 150}{100 \times 360}}{1 + \frac{12 \times 30}{100 \times 360}}$$

$$= 1000000 \times \frac{1 + \frac{1500}{36000}}{1 + \frac{360}{36000}}$$

$$= 1000000 \times \frac{1+\frac{15}{360}}{1+\frac{1}{100}} = 1000000 \times \frac{1+0.0416}{1+0.01}$$

$$= 1000000 \times \frac{1.0416}{1.01} = 1000000 \times 1.03128$$

سعر شراء السند = ١٠٣١٢٨٠ دولار

ونورد فيما يلي شرحا لأنواع السندات طويلة الأجل.

١- السندات المباشرة

وهي سندات تصدر بسعر فائدة ثابت وبتاريخ محدد وتستحق السداد في تاريخها الأصلي دون تمديد وغالبا ما تكون درجة مخاطرتها متدنية ويستعملها المستثمرون العاديون.

٢- السندات ذات سعر الفائدة العائم

كان أول ظهور لها عام ١٩٧٠م من طرف مصلحة الطاقة الكهربائية بإيطاليا حيث أصدرت سندات بسعر فائدة عائم مضمونة من الحكومة، استعملت كوسيلة لتمويل البنوك، وأكثر من استعملها الصناعيون كوسيلة إقراض ذات آجال استحقاق طويلة.

وميزة السندات ذات سعر الفائدة العائم أن سعر الفائدة يتغير كل ثلاثة أشهر أو ستة أشهر حسب تغير سعر الفائدة للإيداعات الآجلة.

ويتم التسعير بإضافة نسبة مئوية إلى سعر الإقراض حسب الهامش المتفق عليه، فلو فرضنا أن سعر الفائدة السائد ١٠٪ والهامش المتفق عليه هو ١٪ فإن سعر الفائدة العائم يكون (١٠٪ + ١٪) = ١١٪.

٣- السندات القابلة للتحويل إلى أسهم

هذا النوع من السندات يعطي حامله الحق في تحويله لأسهم في رأس مال الجهة التي أصدرته ، إن عملية التحويل إلى أسهم تتطلب المهارة والخبرة والفهم الصحيح لوضعية الجهة مصدرة السند وأسواق الأسهم والسندات . لا سيما أن هذه السندات تصدر بقيمة اسمية محددة وفائدة ثابتة وتاريخ استحقاق معلوم.

٤- السندات ذات الضمان بالتملك

كذلك الأمر هذه السندات تصدر بقيمة إسمية محددة وفائدة ثابتة وتاريخ استحقاق معلوم ولكن ما يميزها عن غيرها إعطاء الحق لحاملها بالاكتتاب بأسهم رأسمال الجهة التي أصدرته على أساس محدد عند الإصدار.

ويمكن فصل حق الضمان بالتملك عن السند وإمكانية التداول في كل منهما بشكل مستقل، فإذا انخفض سعر السهم انخفض سعر السند والعكس فإذا ارتفع سعر سهم الجهة المصدرة أدى ذلك إلى انخفاض سعر السند، ولذلك لا يتعامل بهذا النوع من السندات إلا المستثمرون المضاربون غالبا.

٥- السندات القابلة للتمديد والسندات القابلة للدفع المسبق

في السندات القابلة للتمديد يسمح لحاملها أخذ قيمتها بتاريخ إستحقاقها أو الإستمرار بالإحتفاظ بها حتى تاريخ استحقاقها لسنوات قادمة وبنفس سعر الفائدة.

أما في السندات القابلة للدفع يعطى المستثمر الحق في تقديمها للجهة المصدرة لدفع قيمتها قبل استحقاقها بعدد من السنوات أو أن يحتفظ بها لحين استحقاقها.

٦- السندات القابلة للاستدعاء

في هذه السندات يحق للجهة المصدرة شراء جزء من سنداتها أو كلها في السوق المالي بسعرها الإسمي ولو بعد سنين ، على أن لا يتجاوز ذلك تاريخ الإستحقاق .

٧- السندات عالية المردود

تمتاز هذه السندات بمردود عالٍ وذلك لأن مصدر السندات جهـة ذات مـلاءة ممتازة ودرجة تصنيفها عالية وسريعة النمو قادرة على تحقيق الأرباح.

إلا أن درجة المخاطرة النظامية للجهات المصـدرة للسـندات تكـون بسـيطة في حين أن المخاطرة غير النظامية تكون أكثر من غيرها.

الفصل الثامن

أسس تقييم الأوراق المالية والهدف من التقييم

إن ما يميز الأصول المالية عن غيرها أن لها عوائد مالية تعطي الأصول المالية قيمة مالية أكبر من تكلفتها أو أقل. من هنا جاء اهتمام المحللين الماليين بعملية تقييم الأوراق المالية كونها تحقق دخلا إضافيا.

وتتخذ القيمة أشكالا منوعة ، إلا أن تقييم السندات والأسهم الممتازة عملية تكاد تكون بسيطة ، على حين أن عملية تقييم الأسهم العادية فيها شيء من الصعوبة لعدم القدرة على التنبؤ بالإيرادات والنفقات المستقبلية لبعض الشركات لا سيما إن كانت غير مستقرة الأوضاع.

وتقريبا لهذه المفاهيم من ذهن القارئ نفصل القول فيما يلي :

* مفهوم القيمة.
* أنواع القيمة .
* تقييم السندات والأسهم الممتازة .
* تقييم الأسهم العادية.

مفهوم القيمة

تمتاز الأصول المالية عن غيرها بالعوائد المالية مما يعطي الأصول المالية قيمة مالية أكبر من تكلفتها أو أقل. لذلك لا بد من معرفة القيم بكل دقة . فقد اهتم الإقتصاديون والمحللون بعملية تقييم الأوراق المالية كون الأصول المالية تعمل على تحقيق دخل إضافي. فيكون من الضروري معرفة متى سترتفع الأسعار أو تنخفض لتحديد موعد البيع والشراء بما يحقق العوائد.

أنواع القيمة

القيمة الإسمية

وهي قيمة السهم التي تتحدد عند تأسيس الشركة وتثبت في شهادة الأسهم الصادرة لمالكها.

القيمة الدفترية

وتستخرج من سجلات ودفاتر الشركة من خلال قيمة الأصول في دفاتر الشركة ولذلك سميت القيمة الدفترية لاستخراجها من الدفاتر.

القيمة السوقية

وهي القيمة التي تحدد للأصل في السوق المالي من خلال التداول وظروف العرض والطلب.

القيمة التصفوية

وهي قيمة الأصل عند تصفية الشركة وسداد ما عليها من التزامات وحساب صافي قيمة الأصل. ونحصل على قيمة السهم التصفوية من خلال قسمة حصيلة التصفية على عدد أسهم الشركة.

قيمة المنشأة المستمرة

ونلجأ لهذا النوع من القيمة عندما نرغب ببيع الشركة وهي لا زالت عاملة فنأخذ بعين الإعتبار الشهرة والسمعة.

القيمة العادلة

تختلف القيمة العادلة حسب الظروف السائدة والظروف الإقتصادية من سنة لأخرى فالقيمة العادلة تعكس القيمة الحقيقية للشركة من خلال قيمة موجوداتها وحجم مبيعاتها وأرباحها المتحققة وخسائرها التي وقعت.وهي تختلف من سنة لأخرى . فقد تكون الشركة رابحة في سنة ما ولكنها تخسر في سنة أخرى مما يؤثر على قيمتها العادلة الحقيقية.

تقييم السندات والأسهم الممتازة

من السهل تقييم السندات والأسهم الممتازة لأن لها دخلاً ثابتاً ، على حين أن الأسهم العادية غير ثابتة الدخل. ولذلك فاستقرار الجهة المصدرة للسندات أو الأسهم الممتازة يؤثر على تدفقاتها فكلما كانت درجة التصنيف الإئتماني جيدة والوضع المالي جيداً والجهة المصدرة للسند أو السهم غير مهددة بالإفلاس كانت التدفقات أوفر، والتدفقات النقدية هي مجموع الفوائد المدفوعة مضافة إلى القيمة الإسمية، ولكن يبقى معدل الخصم الذي يستخدم عند التقييم فيعتمد على درجة المخاطرة وغالبا ما يكون معدل الخصم هو ذاته معدل الفائدة الذي يقنع المستثمر بشراء السند أو السهم.

وبناء على ذلك فيمكن حساب قيمة السند من خلال العلاقة :

$$\text{قيمة السند} = \frac{\text{الفوائد السنوية المدفوعة}}{\text{معدل الخصم}}$$

يتضح من ذلك أنه كلما كان معدل الخصم مرتفعا كانت قيمة السند أقل والعكس فكلما انخفض معدل الخصم زادت قيمة السند. ولتوضيح ذلك نورد المثال الآتي:

مثال :

سند يعود بفائدة سنوية مقدارها ١٠ دنانير ومعدل الخصم السائد على السندات هو ٧٪ فكم تكون قيمة السند ؟

الحل :

قيمة السند عند معدل خصم ٧٪ = $\frac{١٠}{٠٫٠٧}$ = ١٤٢٫٨٥ ديناراً

فإذا إنخفضت معدلات الخصم إلى ٤٪ فإن قيمة السند = $\frac{١٠}{٠٫٠٥}$ = ٢٠٠ دينار

أما إذا إرتفعت معدلات الخصم إلى ١٠٪ فإن قيمة السند

= $\frac{١٠}{٠٫١}$ = ١٠٠ دينار

تقييم الأسهم الممتازة

من أوجه الشبه بين السندات والأسهم الممتازة أنه يمكن تحديد التدفقات مسبقا إلا أن الخلاف بينها أن السند يمثل حق دائنيه أما السهم الممتاز فهو يمثل حق ملكية.

وكما نعلم فإن الأسهم الممتازة تعطي حاملها أرباحا سنوية محددة مسبقا ولذلك فعند التقييم نستعمل العلاقة التالية :

$$\text{قيمة السهم الممتاز} = \frac{\text{العائد السنوي}}{\text{معدل الخصم}}$$

وكذلك الحال في الأسهم الممتازة فإن قيمتها تعتمد على أسعار الفائدة شأنها في ذلك شأن السندات.

تقييم الأسهم العادية

تعتمد عملية تقييم الأسهم العادية على مفهوم القيمة الحالية ومعدل الخصم بالنظر إلى متوسط الإيرادات حيث يعتمد معدل الخصم على درجة كفاءة الإستثمار

فنجد أنه من الصعب أحيانا التنبؤ بالإيرادات والنفقات المستقبلية لبعض الشركات إن كانت غير مستقرة الأوضاع.

وعليه فهناك عدة طرق لتقييم الأسهم العادية أهمها:

١- القيمة الحالية لتوزيعات الأرباح.

٢- القيمة الحالية لأرباح الشركة وعوائدها.

٣- مكرر الأرباح.

٤- القيمة الدفترية للسهم.

٥- نظرية المستثمر المتسرّع.

إلا أن كل ما سبق من طرق تقييم يعتمد على كفاءة الاستثمار ونوعه ومعدل الخصم وقدرة الشركة على تحقيق الأرباح وتوزيعها على المساهمين وذلك يرجع حسب درجة التصنيف الإئتماني للشركة ووضعيتها المالية ودرجة المخاطر وطبيعة الأسواق. من هنا نجد أن معدل الخصم يتوقف على نوعية الإستثمار ودرجة مخاطرته. فكلما زادت المخاطرة ارتفع معدل الخصم. وتؤثر تلك العوامل جميعا على تقييم الأسهم العادية.

أ- متوسط الإيرادات

بحيث نحسب متوسط الإيرادات على مدار عدة سنوات ولكن على أن تكون الإيرادات متقاربة ، وبعد ذلك نحسب الوسط الحسابي لحصة السهم الواحد من الإيرادات السنوية.

مثال :

إليك بيانات ثلاث شركات تحقق الإيرادات التالية:

الإيرادات / الشركات	إيرادات سنة ١٩٩٦	إيرادات سنة ١٩٩٧	إيرادات سنة ١٩٩٨
الشركة أ	٪٩	٪٢	٪٣
الشركة ب	٪٢ر٥	٪٢ر٧	٪٢ر٩
الشركة جـ	٪٥	٪٢	٪٧ر٥

متوسط إيرادات الشركة أ

$$= \frac{٠ر٠٩ + ٠ر٠٢ + ٠ر٠٣}{٣} = \frac{٠ر١٤}{٣} = ٠ر٠٤٦٦ = ٤ر٦٦٪$$

متوسط إيرادات الشركة ب

$$= \frac{٠ر٠٢٥ + ٠ر٠٢٧ + ٠ر٠٢٩}{٣} = \frac{٠ر٠٨١}{٣} = ٠ر٠٢٧ = ٢ر٧٪$$

متوسط إيرادات الشركة جـ

$$= \frac{٠ر٠٥ + ٠ر٠٢ + ٠ر٠٧٥}{٣} = \frac{٠ر١٤}{٣} = ٠ر٠٤٨٣ = ٤ر٨٣٪$$

نلاحظ أن متوسط إيرادات الشركة جـ هو أعلى المتوسطات ولكننا لا نعرف اتجاه الإيرادات لذلك نقدم الطريقة الثانية.

ب- إتجاه الإيرادات

مما يؤخذ على طريقة متوسط الإيرادات أنها لا تأخذ بعين الإعتبار اتجاه الإيرادات وهذا أمر مهم لأنه يعني الكثير بالنسبة للمستثمر. فلا يكفي أن يكون المتوسط كبيرا وإنما يجب معرفة اتجاه هذه الإيرادات فقد يكون متناقصا أو متزايدا ولتوضيح ذلك نورد المثال التالي:

مثال :

إليك بيانات ثلاث شركات تحقق الإيرادات التالية:

الإيرادات / الشركات	إيرادات سنة ١٩٩٦	إيرادات سنة ١٩٩٧	إيرادات سنة ١٩٩٨
الشركة أ	٢٪	٣٪	٤٪
الشركة ب	٥٪	٥٪	٥٪
الشركة جـ	٨٪	٦٪	٥٪

متوسط إيرادات الشركة أ

$$= \frac{٠ر٠٢ + ٠ر٠٣ + ٠ر٠٤}{٣} = \frac{٠ر٠٩}{٣} = ٠ر٠٣ = ٣٪$$

متوسط إيرادات الشركة ب

$$= \frac{٠ر٠٥ + ٠ر٠٥ + ٠ر٠٥}{٣} = \frac{٠ر١٥}{٣} = ٠ر٠٥ = ٥٪$$

متوسط إيرادات الشركة جـ

$$= \frac{٠ر٠٨ + ٠ر٠٦ + ٠ر٠٥}{٣} = \frac{٠ر١٩}{٣} = ٠ر٠٦٣ = ٦ر٣٪$$

نلاحظ مما سبق أن متوسط إيرادات الشركة جـ هو أعلاها وبالتالي حسب الطريقة الأولى طريقة متوسط الإيرادات نختار الشركة جـ ولكن نلاحظ أن متوسط إيرادات الشركة أ يساوي ٣٪ وهو أقل المتوسطات ولكن الإيرادات في تزايد ، بينما الشركة جـ فمتوسط الإيرادات يساوي ٦ر٣٪ وكذلك إتجاه الإيرادات في تناقص.

وهكذا فرغم أن الشركة أ تحقق متوسط إيرادات ٣٪ إلا أن اتجاه الإيرادات متزايد.

جـ- التنبؤ بالإيرادات

يتضح من العنوان اعتماد هذه الطريقة على التنبؤ بحجم المبيعات والمشتريات ومصاريف الدعاية والإعلان وما إلى ذلك إضافة لتوقع الظروف التي قد تسود مستقبلاً سياسياً وإقتصادياً كالركود أو الرواج بالإعتماد على الطرق الإحصائية لدراسة ظاهرة معينة.

وسنتناول تلك الطرق بشيء من التفصيل :

١- القيمة الحالية لتوزيعات الأرباح

هدف التقييم معرفة إذا كانت الأرباح التي ستتحقق مناسبة للإستثمار في ظل المخاطرة لمعرفة القيمة الحالية لسهم معين حتى نتمكن من معرفة هل نُقدم على الشراء أو نمتنع ونحسب القيمة الحالية لتوزيعات الأرباح من خلال المعادلة :

$$ق = \frac{م_١}{(١ + ف)^١} + \frac{م_٢}{(١ + ف)^٢} + \frac{م_٣ + س_٣}{(١ + ف)^٣} \cdots\cdots$$

حيث ترمز ق : إلى القيمة الحالية للسهم .

$م_١$ ، $م_٢$ ، $م_٣$: الأرباح السنوية.

$س_٣$: سعر السهم في نهاية السنة الأخيرة .

ف : سعر الفائدة .

مثال :

يمكننا شراء سهم بمبلغ ٧٥ ديناراً على أن نبيعه بعد ٣ سنوات بمبلغ ١٠٠دينار علما أن هذا السهم سيحقق ٣ دنانير أرباحا سنوية فهل سعر الشراء بمبلغ ٧٥ ديناراً سعر مناسب أم لا ؟ علماً أن سعر الفائدة يبلغ ١٠٪.

الحل :

نطبق المعادلة :

$$ق = \frac{م_١}{(١+ف)^١} + \frac{م_٢}{(١+ف)^٢} + \frac{م_٣ + س_٣}{(١+ف)^٣} \ldots\ldots$$

$$= \frac{٣}{(١+١ر٠)^١} + \frac{٣}{(١+١ر٠)^٢} + \frac{٣ + ١٠٠}{(١+١ر٠)^٣}$$

$$= \frac{٣}{(١ر١)^١} + \frac{٣}{(١ر١)^٢} + \frac{١٠٣}{(١ر١)^٣}$$

$$= ٧٢ر٢ + ٤٧ر٢ + ٣٨ر٧٧ = ٥٧ر٨٢ \text{ ديناراً}$$

إذن القيمة الحالية لمثل هذا السهم هي ٥٧ر٨٢ ديناراً وذلك يعني أن الإستثمار بهذا السهم هو استثمار مشجع لأننا اشترينا السهم بمبلغ ٧٥ دينار فقط بينما قيمته الحالية هي ٥٧ر٨٢ ديناراً.

٢- القيمة الحالية لأرباح الشركة وعوائدها

لحساب القيمة الحالية هناك حالتان سنواجههما بالنسبة للعوائد فقد تكون عوائد ثابتة وبالتالي لها قانونها الخاص وقد تكون معدلات تحقق نمواً وبالتالي لها قانونها، وسنتناولهما على النحو الآتي :

أ- عندما تكون العوائد ثابتة

في هذه الحالة نطبق المعادلة : $ق = \frac{ع}{ف}$

حيث ق : القيمة الحالية ، ع : معدل الفائدة ، ف : معدل الخصم .

ب- عندما تحقق العوائد نموا

في هذه الحالة نطبق المعادلة : $ق = \frac{م}{ف - ن}$

حيث : ق : القيمة الحالية ، م : العائد السنوي ، ف : معدل الفائدة ، ن: معدل نمو العائد .

٣- مكرر الأرباح

يُعرف مكرر الأرباح أنه السنوات الكافية لإسترجاع تكلفة الإستثمار فكلما كانت السنوات قليلة كان الإستثمار مشجعاً والعكس فكلما طالت مدة استرجاع التكلفة كان الإستثمار غير مشجع لأن في ذلك إستنزافاً للأموال وتعطيلاً لها.

هذا ولكل شركة مكرر أرباح خاص بها يبقى ثابتا لفترة معينة ما لم تطرأ تغيرات عميقة. وعليه فإن :

$$\text{مكرر الأرباح} = \frac{\text{سعر السهم السوقي}}{\text{عائد السهم من الأرباح}}$$

مثال :

يتم تداول سهم إحدى الشركات في السوق بسعر ١٠ دنانير ويحقق ربحا مقداره ديناران سنويا، وحسب التنبؤات في السوق سوف تنمو الأرباح بنسبة ١٥٪ سنويا، فكم يكون السعر المناسب الذي يمكن شراء السهم من خلاله علما أن مكرر الأرباح لهذه الشركة حسب استراتيجيتها المرسومة هو ١٠ مرات.

الحل :

بما أننا نتوقع تحقيق نمو في الأرباح بنسبة ١٥٪ فإن الأرباح المتوقعة للعام القادم هي :

$$\text{الأرباح المتوقعة في العام القادم} = ٢ \times \frac{١٥}{١٠٠} = ٠{,}٣ \text{ دينار}$$

إذن : ٢ + ٠,٣ = ٢,٣ دينار

وبالتالي $\text{مكرر الأرباح} = \frac{\text{سعر السهم السوقي}}{\text{عائد السهم من الأرباح}}$ علما أن مكرر الأرباح معطى في المثال ويساوي ١٠ مرات .

$$١٠ = \frac{\text{سعر السهم السوقي}}{٢{,}٣}$$

ومنه فإن : سعر السهم السوقي = ١٠ × ٢,٣

إذن سعر السهم السوقي = ٢٣ ديناراً

من هنا نستنتج أن سعر بيع السهم بعشرة دنانير سعر مشجع كون سعره العادل ٢٣ديناراً أما لو كان سعره يزيد عن ٢٣ ديناراً فيعتبر سعرا مرتفعا لا يشجع على الإستثمار فيه والحقيقة أن استعمال هذه الطريقة غير منتشر كثيرا ولكن خلاصة القول:

- إذا كان سعر بيع السهم **أقل** من السعر العادل فهو إستثمارمشجع.
- أما إذا كان سعر بيع السهم **أكبر** من السعر العادل فهو إستثمار غير مشجع.

مثال توضيحي آخر :

لنفترض أن قطعة أرض مساحتها دونم واحد يمتلكها شخص، وقيمتها العادلة نصف مليون دينار، إلا أن مالكها لظروف قاهرة اضطر لبيعها بمبلغ أربعمائة وخمسين ألف دينار فهنا يكون سعر البيع مشجعاً للمشتري لأن سعر البيع أقل من السعر العادل بخمسين ألف دينار ولكنه ليس في صالح البائع الذي اضطر للبيع.

أما الحالة المعاكسة فلو باع مالك قطعة الأرض الدونم بمبلغ خمسمائة وخمسين ألف دينار فإن ذلك استثمار غير مشجع للمشتري كونه سيدفع خمسين ألف دينار زيادة على القيمة الحقيقية العادلة وهنا يكون سعر البيع أكبر من السعر العادل فهو إستثمار غير مشجع بالنسبة للمشتري.

٤- القيمة الدفترية للسهم

سبق وأن قلناأنها سميت بالقيمة الدفترية كونها تستخرج من دفاتر الشركة إلا أن القيمة الدفترية لا تمثل القيمة التصفوية للشركة أو القيم الفعلية ولذلك فكثير من الأصول غير الملموسة كالإدارة الجيدة والخبرة وبعض العقود الطويلة الأجل لا تظهر قيمتها في ميزانية الشركة.

ومن خلال معطيات السؤال يمكن حساب القيمة الدفترية بإحدى المعادلات الثلاث التالية :

$$\text{القيمة الدفترية} = \frac{\text{حقوق المساهمين}}{\text{عدد الأسهم المصدرة}}$$

$$\text{وكذلك القيمة الدفترية} = \frac{\text{موجودات الشركة} - \text{الإلتزامات للغير}}{\text{عدد الأسهم المصدرة}}$$

$$\text{وكذلك القيمة الدفترية} = \frac{\text{رأس المال} + \text{الإحتياطيات} + \text{الأرباح المحجوزة}}{\text{عدد الأسهم المصدرة}}$$

يبقى أن نؤكد أن القيمة الدفترية قد تكون أكبر أو أقل من القيمة السوقية وذلك راجع لمعدلات التضخم وسياسة التسعير وأنماط الإستهلاك . كما يلزم لحساب القيمة الدفترية تحليل الميزانية والأخذ بالعديد من المؤشرات ليكون القرار الإستثماري قرارا صحيحا يرتكز على معلومات دقيقة.

٥- نظرية المستثمر المتسرّع

لا يعتمد المستثمر حسب هذه النظرية أي أسس علمية في اتخاذه القرار الإستثماري وإنما يجازف بشراء الأسهم رغم أن أسعارها مرتفعة عله يجد من يشتريها منه بسعر أعلى وهذا يعني عدم معرفته الوقت الصحيح لدخول السوق ليشتري أو الخروج منه فيبيع.

وهكذا نلاحظ اندفاع الشخص لشراء الأسهم دون الإعتماد على القيمة الحقيقية العادلة وإنما اعتقاد المستثمر أنه سيجد من هو أكثر تسرعاً منه فيشتري الأسهم بسعر أعلى .

ويرجع سبب إندفاع بعض الناس للدعايات المضللة والتصريحات المبهمة. من هنا كان لا بد من اعتماد المستثمر في إتخاذ قراره الإستثماري على اسس علمية وحقائق ثابتة بعيدا عن المقامرة والمغامرة والدعايات المضللة.

الفصل التاسع

التعامل بأدوات الإستثمار في السوق النقدية

إنطلاقا من مفهوم السيولة والربحية والضمان تحتفظ البنوك بسيولة معينة لديها بالعملات المحلية والأجنبية وذلك لمواجهة ما يطرأ من التزامات. إلا أن حسابات الإستثمار تختلف باختلاف المدة المسموح بها للعميل بالسحب وشروط التعاقد في كل حساب مع الأخذ بعين الاعتبار معدلات الفائدة. ناهيك عن التعامل بشهادات الإيداع والقبولات المصرفية، وكيف أن تطور الحياة الاقتصادية وضخامة التعاملات المالية عملا على التحوط من تقلبات الأسعار ، فنجد في السوق نوعين من المتعاملين هم المستثمرون المباشرون والوسطاء بالعمولة.

إن فكرة التعامل بالعقود المستقبلية تقوم على أساس الحماية من الخسائر وتعظيم الأرباح وفقا للشروط المتفق عليها والمبالغ المتعامل بها حسب طبيعة السوق.

وتحقيقا للفائدة اتخذنا الموضوعات التالية مدار بحث هذا الفصل:

* حسابات الاستثمار .
* شهادات الإيداع.
* القبولات المصرفية.
* اتفاقيات إعادة الشراء.
* التعامل بحقوق الاختيار.
* التعامل بالعقود المستقبلية .
* كيفية حساب القيمة الأساسية.

حسابات الإستثمار

تختلف حسابات الإستثمار بإختلاف المدة المسموح بها للعميل بالسحب وشروط التعاقد في كل حساب وكذلك معدلات الفائدة ، وتتنوع حسابات الإستثمار بين ثلاثة حسابات اساسية نوردها في الآتي:

١- الحسابات الجارية

تحتفظ البنوك عادة بسيولة معينة لديها من العملات المحلية والأجنبية وذلك لمواجهة ما يطرأ من التزامات وهذا انطلاقا من مفهوم السيولة والربحية والضمان إلا أن الفائدة على هذه الحسابات غالبا ما تكون ضئيلة نظير استعمال المستثمر حقه في السحب. وإن كان ذلك يعتمد أساسا على القوة التفاوضية للبنوك والشركات المالية ومركزها المالي وسمعة البنك وإدارته.

ونميز ثلاثة أشكال لهذه الحسابات أولها دفع فائدة عن الرصيد إذا زاد عن رصيد الحساب الجاري عن مبلغ معين من العملات . وثانيها الإحتفاظ بحساب جارٍ من عملة معينة وتدفع الفائدة لما يزيد عن المبلغ الأصلي، ومعنى ذلك في الشكل الأول يكون الدفع على الرصيد كاملا ، أما في الشكل الثاني فيكون الدفع على المبلغ الزائد عن الحد المتفق عليه. وأما الشكل الثالث فيكون بالاحتفاظ بحساب جارٍ من عملة معينة وتدفع الفائدة إذا زاد الرصيد عن المبلغ المتفق عليه ولكن الفائدة هنا لا تدفع على كامل الزيادة وإنمافقط على مضاعفات الحد المتفق عليه. مثلا لدينا حساب جارٍ بقيمة ٥٠٠٠٠دولار وتستحق الفائدة على كل ٥٠٠٠ دولار تزيد عن المبلغ الأصلي فإذا أصبح الرصيد الجديد ٥٥٠٠٠ دولار ندفع فقط عن ٥٠٠٠ دولار ، ولنفترض أن الرصيد أصبح مثلا ٦٢٠٠٠ دولار فهنا لا ندفع سوى عن ١٠٠٠٠ دولار أما ٢٠٠٠ فلا يتم الدفع عنها لأنها ليست من مضاعفات ٥٠٠٠ وهكذا.

ومع ذلك فكثيرون لا يفضلون الحسابات الجارية لأنها لا توفر السيولة الملائمة للمستثمرين من هنا جاء تفضيل الكثير لاستعمال الودائع وبالذات الودائع تحت الطلب .

٢- الودائع تحت الطلب

بما أن الفائدة المدفوعة على الحسابات الجارية ضئيلة فإن البنوك تعطي المستثمرين فرصة إيداع أموالهم بشكل ودائع تحت الطلب مقابل فوائد أكبر وللودائع تحت الطلب أشكال عديدة نذكر منها :

أ- ودائع تحت الطلب مقابل حسابات جارية بنفس العملة

حيث يفتح البنك المحلي حسابا جاريا لدى بنك أجنبي بمبلغ معين لا يخضع للفائدة وما زاد عن المبلغ الأصلي يحول لحساب وديعة تخضع للفائدة وغالبا ما تكون الزيادة عبارة عن مضاعفات مبلغ يتفق عليه. ثم يقوم البنك الأجنبي نهاية كل يوم بتحويل المبلغ الزائد عن الرصيد في الحساب الجاري إلى حساب تحت الطلب وفي اليوم التالي يقوم بتحويل المبالغ من تحت الطلب إلى الجاري لتمويل الحساب الجاري للشخص. علما أن سعر الفائدة يعتمد على الإتفاق المبرم بين البنكين. وهنا يأتي دور البنك المحلي للتأكد من سير عمليات التحويل بين الحسابين ومدى مطابقة أسعار الفائدة مع الإتفاق.

ب- ودائع تحت الطلب مقابل حسابات جارية بعملات مختلفة

هناك تشابه بين هذا النوع والنوع الأول ، إلا أن البنك المحلي قد يفتح حسابين لدى البنك الأجنبي أحدهما جارٍ بعملة معينة والآخر تحت الطلب بعملة مختلفة ثم نمول الحسابين بناء على اتفاق البنكين. ومقابل هذه العمليات سيتقاضى البنك المدين عمولة تحدد حسب الإتفاق.

٣- الودائع لأجل

إن الإستثمار بالأموال عن طريق الودائع لأجل يتيح للمستثمر فرصة تحقيق أرباحاً أكبر مما تحققه الحسابات الجارية وتحت الطلب.

والوديعة لأجل: هي إيداع مبلغ من المال لدى أحد البنوك أو المؤسسات المالية بسعر فائدة ، على أن يرجع البنك الوديعة مضافا إليها الفوائد المتحققة للجهة المودعة عند تاريخ الإستحقاق. ولذلك فمن حق البنك أن يستعمل هذه المبالغ المودعة في إستثمارات قصيرة ومتوسطة الأجل.

إن عملية ربط المبالغ في ودائع لأجل تحددها عوامل عديدة نذكر منها:

- المفاضلة بين عروض عدة بنوك لاختيار الأفضل. كأن نطلب عرضا من بنك في إنجلترا وعرضاً من بنك في سويسرا وعرضاً من بنك في فرنسا ثم نختار الأفضل.
- التعامل مع البنوك ذات المركز المالي الممتاز والسمعة الطيبة للحد من المخاطر.
- الأخذ بعين الإعتبار مدة احتساب الفائدة فبعض الجهات يعتبر السنة ٣٦٥يوماً كفائدة الين الياباني داخل اليابان و ٣٦٠ يوماً فائدة الين الياباني خارج اليابان وهكذا.
- الأخذ بعين الإعتبار التدفقات النقدية للبنك بالنظر لتاريخ استحقاق الوديعة حتى لا يحدث عسر مالي.
- الربط بين أسعار الفائدة وأجل الوديعة فكلما توقعنا ارتفاع أسعار الفائدة قلت آجال الودائع والعكس صحيح.
- لا يجوز فك ربط الوديعة لأجل قبل تاريخ الإستحقاق . وإذا فسخ أحد الطرفين العقد توجب عليه دفع غرامة للطرف الآخر هي الفارق بين معدل الفائدة المتفق عليه ومعدل الفائدة السائد في السوق.

مثال :

وديعة لأجل مربوطة بسعر ٨ر٥٪ لمدة ٤ أشهر من ١/٨/ - ١/١٢ ولكن بعد شهرين تم فك الوديعة فكان سعر الفائدة السائد في السوق عن المدة المتبقية للوديعة ٨ر٥٪ فهنا لا تستحق دفع غرامة لأن السعر المتفق عليه هو نفسه السائد.

أما لو كان سعر الفائدة السائد في السوق يساوي ٩٪ ومبلغ الوديعة مليون دينار ومقدار الهامش ٢٠ر٠٪ فكم تكون الغرامة المدفوعة؟

الحل :

نحسب الغرامة بناء على العلاقة :

$$\text{الغرامة المدفوعة} = \text{المبلغ} \times \frac{\text{المدة المتبقية}}{٣٦٠} \times \frac{\text{فارق معدل الفائدة} + \text{الهامش}}{١٠٠}$$

$$\text{الفائدة المقبوضة على الوديعة} = \text{المبلغ} \times \frac{\text{المدة}}{٣٦٠} \times \text{سعر الفائدة}$$

$$\text{الفائدة المقبوضة} = ١٠٠٠٠٠٠ \times \frac{١٢٢}{٣٦٠} \times \frac{٨ر٥}{١٠٠}$$

$$= ١٠٠٠٠٠٠ \times ٣٣٨٨ر٠ \times ٠٨٥ر٠$$

قيمة الفائدة المقبوضة على الوديعة = ٢٨٧٩٨ دينار

$$\text{الغرامة المدفوعة} = \text{المبلغ} \times \frac{\text{المدة المتبقية}}{٣٦٠} \times \frac{\text{فارق معدل الفائدة} + \text{الهامش}}{١٠٠}$$

$$= ١٠٠٠٠٠٠ \times \frac{٦١}{٣٦٠} \times \frac{(٩ - ٨ر٥) + ٢٠ر٠}{١٠٠}$$

قيمة الغرامة المدفوعة = ١١٨٦ر٠٨ دينار

شهادات الإيداع

شهادات الإيداع هي شهادات تصدرها البنوك والمؤسسات المالية كإثبات بإيداع مبلغ من المال لديها لفترة زمنية محددة تستحق في تاريخ معين مقابل سعر فائدة

لصالح المستثمر وبناء على ذلك يتوجب على البنك مصدر الشهادة دفع المبلغ كاملا للمستثمر مضافاً إليه الفوائد . ويسجل على ظهر الشهادة شروطها وكيفية حساب الفائدة ودفعها.

إن أول ظهور لشهادات الإيداع القابلة للتداول كان في نيويورك عام ١٩٦١ ثم في لندن عام ١٩٦٦ وهكذا تطورت وازداد انتشارها نظرا لإمكانية تسييلها وتحويلها وقت الحاجة قبل الإستحاق وذلك ببيعها لمستثمر ثانٍ في السوق المالي. وإن كانت في الواقع شهادات الإيداع أكثر الأدوات رواجا في السوق النقدي ولها مميزاتها الخاصة بها.

مميزات وخصائص شهادات الإيداع

إن لشهادات الإيداع باعتبارها وسيلة استثمارية مميزات وخصائص عديدة منها :

أ- المرونة :

حيث يمكن الإتفاق على سعر فائدة معين وفقا لأسعار الفائدة عالميا ويمكن الإتفاق على تاريخ الإستحقاق كذلك حسب التوقعات النقدية بما أنها تحمل سعر فائدة معيناً وتاريخ استحقاق محدداً. وبالتالي يمكن إصدار لشهادات تستحق بتاريخ يوافق الطرفين.

ب- السيولة :

حيث يمكن تسييل الشهادة إلى سيولة حسب طبيعة البنك وسمعته وسعر الفائدة ، وكما هو معلوم تزداد السيولة كلما كانت الشهادات ذات آجال قصيرة ومتوسطة على حين تقل السيولة كلما كانت الشهادات ذات آجال طويلة. وبما أن الشهادات ذات قابلية للتداول فيمكن بيعها قبل تاريخ استحقاقها في السوق الثانوي حسب سعر الفائدة السائد.

جـ- الضمان :

حيث يجب على المستثمر أن يتأكد من قبول الشهادة لدى المستثمرين الآخرين والبنوك العالمية ، لأن شهادة الإيداع التزام من البنك المصدر لها بدفع القيمة الإسمية ومجموع الفوائد المستحقة فيجب ضمان قبولها من الآخرين.

د- تعدد الآجال :

حيث يمكن إصدار شهادات الإيداع لآجال متعددة قصيرة ومتوسطة وطويلة الأجل.

هـ- السرية :

إحدى خصائص شهادات الإيداع سريتها التامة حيث أن المشتري لا يعرف إلا البائع الأخير لها وبالتالي ليس له أن يعرف عدد مرات تداولها من قبل أو أسعار بيعها سابقا أو تاريخ عملية التداول.

و- التسليم :

أي أن الشهادة تسلم فور دفع القيمة كاملة. أو أن يحفظها البنك لديه برسم الأمانة حتى يتم دفع المبلغ كاملا وبدون عمولات.

ز- تنوع الإصدار :

فقد تصدر بشكل دوري يعلن عنه مسبقا وقد تصدر حسب طلب المستثمر.

أنواع شهادات الإيداع

أشرنا آنفا عند الحديث عن تنوع الإصدار أن شهادات الإيداع قد تصدر حسب طلب المستثمر أو بشكل دوري يعلن عنه مسبقا. وهكذا فهناك نوعان من شهادات الإيداع هما :

١- **الإصدار المعلن** : حيث تعلن الجهة المصدرة عن إصدار الشهادة وتدعـو الجمهـور للإكتتاب بها قبل موعد الإصدار. ثم تصدر باسم المكتتب بها وقد يتم تداولهـا ولكـن من خلال التظهير . على أن تحتفظ الجهة المصـدرة بسجلات توضـح تفـاصيل إصـدار الشهادات وعمليات تظهيرها وبالتالي انتقال ملكيتها لآخرين.

٢- **الإصدار حسب طلب العميل** : وذلك بناء علـى الإتفـاق بـين البنـك والمستثمر على قيمة الشهادة وسعر الفائدة وتاريخ استحقاقها فتكون الشـهادات الصـادرة باسم صاحبها أو لحاملها . وقد تكون بآجال مختلفة وسعر فائدة محدد أو عـائم إلا أنـه غالبـا ما تدفع الفوائد كل ربع سنة أو نصف سنة.

طرق احتسابها

تختلـف طريقـة الإحتسـاب بـاختلاف سـعر الفـائدة إن كـان ثابتـا أو عائمـا وكذلك حسب الآجال ، وفيما يلي بيان عدد من الحالات :

١- سعر الفائدة ثابت والأجل قصير

عندما يكون سعر الفائدة ثابتاً والآجال قصيرة يسمح للمستثمر أن يستفيد من فروقات أسعار الفائدة ونحسب صافي الحصيلة كما يلي:

$$\text{صافي الحصيلة} = \text{المبلغ الأصلي} \times \frac{(١٠٠\times٣٦٥) + (\text{ف}\times\text{م})}{(١٠٠\times٣٦٥) + (\text{ع}\times\text{ي})}$$

حيث ف : سعر الفائدة في شهادة الإيداع

ع : سعر الفائدة المعروض على المدة المتبقيـة مـن تـاريخ بيـع الشـهادة وحتـى تاريخ الإستحقاق .

م : مدة شهادة الإيداع من تاريخ الإصدار وحتى تاريخ الإستحقاق.

ي : المدة المتبقية حتى تاريخ الإستحقاق .

مثال :

شهادة إيداع قيمتها مليون دينار يريد مستثمر استثمارها لمدة ثلاثة أشهر بسعر فائدة ٤٪ علما أن سعر الفائدة المعروض هو ٥ر٣٪ فكم تكون حصيلة الشهادة إذا أراد المستثمر بيعها بعد شهرين؟

الحل :

على افتراض أن الشهرثلاثون يوماً .

$$\text{صافي الحصيلة} = \text{المبلغ الأصلي} \times \frac{(١٠٠\times٣٦٥) + (\text{ف}\times\text{م})}{(١٠٠\times٣٦٥) + (\text{ع}\times\text{ي})}$$

$$= ١٠٠٠٠٠٠ \times \frac{(١٠٠\times٣٦٥) + (٤\times٩٠)}{(١٠٠\times٣٦٥) + (٥ر٣\times٣٠)}$$

$$= ١٠٠٠٠٠٠ \times \frac{٣٦٥٠٠ + ٣٦٠}{٣٦٥٠٠ + ١٠٥}$$

$$= ١٠٠٠٠٠٠ \times \frac{٣٦٨٦٠}{٣٦٦٠٥}$$

صافي الحصيلة = ١٠٠٦٩٦٦ر٢٦١ دينار

٢- سعر الفائدة ثابت والأجل متوسط أو طويل

في حالة سعر الفائدة ثابت والأجل متوسط أو طويل فإن سعر الفائدة يتحدد على شهادات الإيداع حسب الظروف النقدية السائدة ساعة البيع أو الشراء. ولتوضيح كيفية احتساب صافي الحصيلة نورد المثال التالي:

مثال :

بتاريخ ١٩٩٠/١٠/٣٠ صدرت شهادة إيداع قيمتها مليون دينار وسعر فائدة مقداره ٥ر٨٪ وتستحق الوفاء بتاريخ ١٩٩٥/١٠/٣٠ ، إلا أنه وبتاريخ ١٩٩١/١٠/١٥ بيعت شهادة الإيداع بسعر خصم مقداره ١٠٪.

الحل :

الفائدة السنوية في ٣٠/١٠/ من كل سنة علما أن القيمة الإسمية للشهادة مليون دينار .

$$= \text{١٠٠٠٠٠٠} \times \frac{\text{٨ر٥}}{\text{١٠٠}} \times \frac{\text{٣٦٥}}{\text{٣٦٠}} = \text{٨٦١٨٠ر٥٥ دينار}$$

ثم نخصم المبلغ بسعر خصم مقداره : ١٠٪ كما يلي :

$$\frac{\text{١٠٨٦١٨٠ر٥٥}}{\text{١} + \left(\frac{\text{١٠}}{\text{١٠٠}} \times \frac{\text{٣٦٥}}{\text{٣٦٠}}\right)} = \frac{\text{١٠٨٦١٨٠ر٥٥}}{\text{١} + \text{٠ر١٠١}} = \frac{\text{١٠٨٦١٨ر٥٥}}{\text{١ر١٠١}} = \text{٩٨٦٥٤٠ دينار}$$

ثم نضيف الفائدة السنوية المستحقة في ٣٠/١٠/٩٤ أي :

$$\text{٩٨٦٥٤٠} + \text{٨٦١٨٠ر٥٥} = \text{١٠٧٢٧٢٠ر٥٥ دينار}$$

ثم نخصم المبلغ بسعر خصم مقداره ١٠٪ كما يلي :

$$\frac{\text{١٠٧٢٧٢٠ر٥٥}}{\text{١} + \left(\frac{\text{١٠}}{\text{١٠٠}} \times \frac{\text{٣٦٥}}{\text{٣٦٠}}\right)} = \frac{\text{١٠٧٢٧٢٠ر٥٥}}{\text{١} + \text{٠ر١٠١}} = \frac{\text{١٠٧٢٧٢٠ر٥٥}}{\text{١ر١٠١}} = \text{٩٧٤٣١٤ر٧٥ دينار}$$

وهكذا نواصل لباقي السنوات حتى نصل صافي الحصيلة.

٣- سعر الفائدة عائم

يمكن حساب الحصيلة على شهادات الإيداع في حالة سعر الفائدة عائم من خلال القانون التالي :

صافي الحصيلة = القيمة الإسمية × القيمة السوقية + (الفائدة المتراكمة من تاريخ آخر فائدة حتى تنفيذ عملية البيع)

مثال :

تم إصدار شهادة الإيداع بتاريخ ٢٥/٧/١٩٩٥ وتستحق بتاريخ ٢٥/٧/١٩٩٨ بسعر فائدة مقداره ١٢٪، وقد تم بيع الشهادة البالغة قيمتها

١٠٠٠٠٠٠ دينار بتاريخ ١٩٩٥/٩/٢٥ بسعر سوقي مقداره فقط ٩٩٪ فكم تكون حصيلتها .

الحل :

صافي الحصيلة =

= ٩٩٠٠٠٠ × ٧٢٠٠٠٠٠٠٠ / ٣٦٠٠٠

= ٩٩٠٠٠٠ + ٢٠٠٠٠

صافي الحصيلة = ١٠١٠٠٠٠ دينار

القبولات المصرفية

ميزاتها

تعتبر القبولات المصرفية أحد أشكال الإقتراض حيث يصادق البنك على سحب معين فيصبح للسحب سمعة وقوة تمنحانه قابلية التداول ، فإذا احتاجت مؤسسة ما للمال تسحب على أحد البنوك سحبا وكأن البنك أصبح كفيلاً للموسسة.

لقد ظهرت القبولات المصرفية نتيجة التطور في النشاط الإقتصادي عامة والتجاري خاصة، حيث يستعمل هذا النوع في تسديد ثمن البضائع التي تتم بواسطة الشراء على أساس الدفع المؤجل كالإعتمادات المستندية حيث يسحب المصدر سندا فيقدمه للبنك المستورد فيصادق عليه وبالتالي يصبح أمام المصدر إحتمالان : إما خصم السحب والحصول على القيمة أو الإحتفاظ بالسحب لموعد الإستحقاق وبالتالي استلام القيمة كاملة.

من هنا نستنتج أهم مميزات القبولات المصرفية تسهيل النشاطات التجارية وتشجيع عملية الإستيراد والتصدير كما أن البنك المركزي يسمح بخصم القبولات المصرفية إذا استوفت الشروط الأساسية.

تسعيرها

ذكرنا آنفا أن البنك المركزي يسمح بخصم القبولات إذا استوفت الشروط الأساسية وهذا يفضي إلى أن القبولات المصرفية لها سعر فائدة خصم محددة تخصم مسبقا ثم نقارن هذا السعر مع سعر الفائدة السنوي على الأدوات الإستثمارية الأخرى فنفاضل بينهما.

وتتم العملية من خلال المعادلة :

$$\frac{\text{سعر الخصم على القبول المصرفي}}{١٠٠-\left(\frac{\text{سعر الفائدة على خصم القبول} \times \text{المدة}}{٣٦٠}\right)} \times ١٠٠\%$$

مثال :

سعر الخصم على قبول مصرفي هو ٧٪ لمدة ثلاثة أشهر ، وسعر الفائدة على إحدى الأدوات التمويلية الأخرى هو ٥ر٧٪ حسب أسعار السوق؟

الحل :

يتم تحديد سعر خصم القبول المصرفي بالمقارنة إلى سعر السوق السائد من خلال تطبيق المعادلة السابقة الذكر أي :

$$\frac{\text{سعر الخصم على القبول المصرفي}}{١٠٠-\left(\frac{\text{سعر الفائدة على خصم القبول} \times \text{المدة}}{٣٦٠}\right)} \times ١٠٠\%$$

$$= \frac{٧}{١٠٠-\left(\frac{٩٠\times٨}{٣٦٠}\right)} \times ١٠٠\% = \frac{٧}{١٠٠-\frac{٧٢٠}{٣٦٠}} \times ١٠٠\%$$

$$= \frac{٧}{١٠٠-٢} \times ١٠٠\% = \frac{٧}{٩٨} \times ١٠٠\%$$

$$= ٧ر١٤\%$$

نلاحظ أن سعر الفائدة على القبول المصرفي أقل من سعر الفائدة علـى أدوات التمويـل الأخرى .

الشروط المطلوبة في القبولات المصرفية

١- عدم مبالغة البنوك في استعمال القبولات المصرفية.

٢- أن تنتج عن عمليات تجارية كالاستيراد والتصدير.

٣- أن لا تزيد مدة التمويل على ستة اشهر .

٤- أن لا يتم أكثر من تمويل لنفس البضاعة.

٥- أن يكون إصدارها بمبالغ يسهل تداولها في السوق.

٦- توثيق عمليات القبولات في كل من بنك المصدر والمستورد.

إتفاقيات إعادة الشراء

يُراد باتفاقيات إعادة الشراء شراء الأوراق المالية من بائع يتعهـد بإعـادة شـراء الأوراق المالية بعد فترة زمنية غالبا ما تكـون ليلـة ولكـن ذلـك لا يمنع أن تكـون لمدة أطول، أو أن تستمر عملية البيع والشراء حتى يلجأ أحد الطرفين إلى إلغائها.

وغالبا ما تبادر المؤسسات التي لديها فائض مالي إلى شراء سندات الخزينة على أن يُعيد البنك لها أموالها بعـد ليلـة أو أكـثر حسـب الإتفـاق، أي أنهـا عمليـة إقـتراض للفائض المالي . أما عمليات الشـراء المعكوسـة فهـي عمليـة شـراء الأوراق مـن طـرف المشتري وحيازتها لحين الإستحقاق فيبيعها أو يقبض ثمنها. وهذا النوع من الإتفاقيـات يتـم لتمويـل العمليـات للإستفادة مـن فـارق السـعر إذا توقـع الطـرف المعـني ارتفـاع الأسعار. وعلى العموم تحمل هذه الإتفاقيات سعر فائدة يدفعه المقترض للمقرض.

وعليه فأشكال هذه الإتفاقيات هي :

إتفاقية إعادة شراء مستمرة.

إتفاقية إعادة شراء لفترة طويلة.

إتفاقية إعادة شراء لليلة واحدة فقط.

التعامل بحقوق الخيار

لقد تطورت عمليات الإستثمار منذ مطلع السبعينات حيث أصبح التعامل بحقوق الخيار معروفا . وأول تعامل به كان عام ١٩٧١ في السوق الأمريكية. فحقوق الخيار هي عمليات آجلة يمنح فيها المشتري حق الخيار في إلغاء العملية أو إتمامها مقابل دفعة للبائع يتفق عليها .

وحقوق الخيار نوعان: إما حقوق الشراء أو حقوق البيع .

أولا : حقوق الشراء

ولحقوق الشراء نوعان هما :

أ – شراء حق ممارسة الشراء : حيث يملك المشتري الحق في شراء الكمية المتفق عليها بالسعر الذي تحدد خلال الفترة الزمنية أو بتاريخ استحقاق عقد الخيار. إلا أن الشراء لا يكون ملزما.

ب– شراء حق ممارسة البيع : في هذه الحالة يملك المشتري حق بيع الكمية المتفق عليها بالسعر الذي تحدد خلال الفترة الزمنية أو بتاريخ الإستحقاق .

ثانيا : حقوق البيع :

تشكل عملية بيع حقوق الخيار خطورة أكبر من شرائها ، فكما رأينا سابقا في حالة مشتري الحقوق فهو يمارس حقه بالخيار المناسب ، إلا أن مخاطرة البائع تكون أكبر. وخيار البيع نوعان هما :

أ– بيع شراء ممارسة الشراء : حيث يُتم البائع تعهده لبيع العقد المتفق عليه بالسعر الذي تحدد إذا تم طلبه من قبل المشتري خلال فترة زمنية محددة ، أو عند استحقاق عقد الخيار بموجب العقد.

ب- بيع حق رسم البيع : وهو أن يُتم البائع وعده لشراء العقد المتفق عليه بالسعر الذي تحدد إذا تم قبول ذلك من الطرف الآخر خلال فترة زمنية محددة بموجب العقد.

التعامل بالعقود المستقبلية

بتطور الحياة الإقتصادية وضخامة التعاملات المالية أصبحت الضرورة ملحة للتحوط من تقلبات الأسعار، ومضمون العقود المستقبلية التحوط من تذبذب أسعار الفائدة ، وقد بدأت الفكرة من السوق الأمريكية عام ١٩٧٥ حيث يوجد سوق مركزي ضخم لعقد هذه التعاملات يمتاز بأن ما يتم تسليمه فورا من حجم التعاملات يعتبر جزءاً بسيطاً من إجمالي التعاملات بمعنى أن على المتعامل في هذا السوق فهم الأسس والظروف المحلية والعالمية لأن أغلب التعاملات تكون مستقبلية . ولذلك كان من الضروري التنبؤ والتوقع والأخذ بالمؤشرات والمتغيرات كسعر الفائدة المتعلقة بالسيولة والإلتزامات المالية.

ونجد في هذا السوق نوعين من المتعاملين هما :

أ- المستثمرون المباشرون ب - الوسطاء بالعمولة.

إذن فالعقود المستقبلية : هي عقود مبنية على أدوات مالية مرتبطة أسعارها بسعر الفائدة على مدار الزمن. وبالتالي تكون التزاما أكيدا بشراء أو بيع الأداة المالية خلال فترة زمنية محددة ضمن إطار سوق مركزي منظم يتم من خلاله تسليم نسبة بسيطة من الحجم الإجمالي للمعاملات بصورة فعلية. وأهم أدوات هذا السوق سندات الحكومة الأمريكية والسندات قصيرة ومتوسطة الأجل التي تعتبر أساس التعامل في سوق شيكاغو. ويتم تسعير العقود المستقبلية للسندات الأمريكية كنسبة مئوية من القيمة الإسمية بالإضافة إلى (٣٢) جزءاً من النقطة حيث تبلغ النقطة ألف دولار، وبالتالي يكون الحد الأدنى لتذبذب السعر هو $\left(\frac{١}{٣٢}\right)$ من النقطة .

وهكذا فإن فكرة العقـود المستقبلية تقـوم على أسـاس الحماية مـن الخسـائر وتعظيم الأرباح وفقا للشروط المتفق عليها والمبالغ المتعامل بها حسب طبيعة السوق.

كيفية حساب القيمة الأساسية

غالبا ما تختلف القيمة الأساسية للسند بحسب حجم العقد وسعر تسويته وسعر التحويل . فنحسب القيمة الأساسية من خلال المعادلة :

القيمة الأساسية = حجم العقد × سعر تسوية العقد × سعر التحويل

مثال :

سند قيمته الإسمية مليون دولار وسعر الفائدة عليه ١٢٪ وبسعر تسـوية ٧٠٪ وسعر تحويل ١٫٦٠٪ ، فكم تكون القيمة الأساسية للسند ؟

الحل :

نطبق المعادلة :

القيمة الأساسية = حجم العقد × سعر تسوية العقد × سعر التحويل

= ١٠٠٠٠٠٠ × (٧٠ / ١٠٠) × (١٫٦٠ / ١٠٠) = ١١٢٠٠ دولار

إذن سعر السند = القيمة الأساسية + الفوائد المستحقة

إذن سعر السند = (١٢٠٠) + [(١٢ / ١٠٠) × ١٠٠٠٠٠٠٠]

سعر السند = ١٣١٢٠٠ دولار

الفصل العاشر

أساليب المفاضلة بين أوجه الإستثمار

من المعروف أن قوى العرض والطلب هي المحرك الرئيسي للسوق، وذلك تبعا للجودة والكفاءة والأسعار وطبيعة السوق والقوانين والأدوات الاستثمارية، وغالبا ما تتجه حركة الأسعار باتجاه معطيات السوق سلبا وايجابا .

وقد يطرح في السوق عدد من الاستثمارات ولكل استثمار مميزاته، كما أن له عائدا يختلف عن غيره، ولكنه بالمقابل يحمل درجة مخاطرة تقل أو تزيد عن الاستثمارات الأخرى. وأن تفاضل بين المشاريع الاستثمارية لتختار أفضلها أمر ليس بالسهل في ظل عدم التأكد من النتائج واللجوء إلى التنبؤ والاحتمالات. ولذلك كان لا بد من التعامل مع بعض المعايير لاختيار البديل الاستثماري الأفضل وتصنيف البدائل الاستثمارية.

ونتوقع من القارئ أن يخرج من دراسة هذا الفصل بالمعلومات التالية:

* مفهوم الموازنة الرأسمالية وخطوات اعدادها .
* طرق قياس تحرك السوق .
* مؤشرات الأسعار وطرق حسابها.
* طرق تصنيف البدائل الاستثمارية .
* استراتيجية اختيار البديل الاستثماري الأفضل.

أساليب المفاضلة بين أوجه الإستثمار

من المألوف أن يطرح في السوق عدد من الإستثمارات ولكل إستثمار ميزاتـه، كما أن له عائدا يختلف عن غيره ولكنه بالمقابل يحمل درجة مخاطرة تزيـد أو تقـل عـن الإستثمارات الأخرى. ولذلك كان اتخاذ قرار الإستثمار أهـم القـرارات الـتي يتخذهـا القائم على المشروع لا سيما إذا تحدثنا عـن أصول تستخدم لفترات عديـدة وطويلـة وتتطلب أموالاً ضخمة.

والموازنة يلزمها المفاضلـة بـين الإستثمارات واختيـار البديـل الأفضـل وذلـك بالتخطيط والتنبؤ رغم ما يواجهه المستثمر من حالـة عـدم التـأكد وبالتـالي احتمـالات زيادة درجة المخاطرة مستقبلا وإنخفاض العائد على الإسـتثمار وتقلـب أسـعار الفـائدة وبعض التطورات التكنولوجية والتغيرات في البيئة الداخلية والخارجية علـى حـد سـواء وأثر السياسات الحكومية كذلك.

مفهوم الموازنة الرأسمالية

الموازنة الرأسماليـة تعـني التخطيـط طويـل الأجـل لتوظيـف الأمـوال المتاحـة مشاريع متنوعة تعـود بـالربح الوفـير مـن خـلال الحفـاظ علـى رأس المـال واسـتمرا الدخل.

ومن خلال الدراسة والتحليل للبيانـات نسـتطيع المفاضلـة بـين البدائـل لاتخا القرار الإستثماري بل واتخاذ كافة القرارات الإسـتراتيجية ذات الأهميـة كونهـا تتعلـ بالمستقبل وما يخفيه من أحداث مفاجئة .

وهنا يجب أن نميز بين الإنفاق الرأسمالي والإنفاق التشغيلي فالأول يعني توظيف الأموال في أصول تستخدمها المؤسسة لآجال طويلة، ناهيك عن كون المبلغ في الإنفاق الرأسمالي يكون أكبر منه في الإنفاق التشغيلي إضافـة للأخـذ بعـين الإعتبـار تغير قيمـة النقود. وهناك ثلاثة أنواع لقرارات الإنفاق الرأسمالي هي:

أ- قرارات تهتم بزيادة التدفقات من خلال امتلاك أصول جديدة تعمل على زيادة الطاقة الإنتاجية .

ب- قرارات تهتم بالحفاظ على نفس المستوى وذلك باستبدال الأصول المستهلكة.

جـ- قرارات تهتم بتعظيم الأرباح وتقليص النفقات من خلال استبدال الآلات القديمة بآلات حديثة متطورة .

وتجدر الإشارة هنا إلى أهمية التدفقات النقدية في اتخاذ القرارات المتعلقة بالموازنة الرأسمالية ولذلك نجد التركيز على التدفق النقدي أكثر من التدفق المحاسبي لأن على المدير دائما أن يحافظ على أرباح صافية. فإنخفاض أرباح الشركة سيعمل على إنخفاض قيمة السهم في السوق .

خطوات إعداد الموازنة الرأسمالية

١- الدراسة والبحث عن البدائل والأدوات الإستثمارية المتاحة في السوق.

٢- جمع البيانات والمعلومات المتعلقة بكافة النواحي الإنتاجية والتسويقية والفنية.

٣- محاولة التنبؤ بالأحداث والعوائد والمخاطر المحتملة الوقوع.

٤- تقييم البيانات باستخدام الإحصاء والتحليل والأساليب العلمية لاتخاذ القرار.

٥- إعادة التقييم لإجراء التعديلات إن وجدت ثم اتخاذ القرار النهائي.

٦- المتابعة والمراقبة المستمرة لتصحيح الإختلالات وتجنب الوقوع في الأخطاء مرة أخرى .

طرق قياس تحرك السوق

من المعروف أن قوى العرض والطلب هي المحرك الرئيسي للسوق وذلك تبعا للجودة والكفاءة والأسعار وطبيعة السوق والقوانين والأدوات الإستثمارية المتاحة . وقد تتحرك الأسعار في ضوء الظروف السياسية والإقتصادية السائدة، إلا أنه في بعض الأحيان قد تتحرك الأسعار بعكس الحقائق الموجودة فقد يهبط سعر سهم شركة معينة رغم عدم هبوط نسبة أرباحها أو حجم مبيعاتها. إضافة إلى العوامل النفسية والفنية التي يصعب قياسها ومعرفة أثرها على الأسعار.

والغاية من قياس تحرك السوق معرفة التوقيت المناسب لدخول السوق والشراء والخروج من السوق والبيع ولكن يبقى الهدف تحقيق أكبر قدر من الأرباح في ظل أقل مخاطرة ممكنة فيركز المستثمرون كثيرا على عامل الوقت باعتباره مؤشراً رئيسياً لتحرك السوق.

وربما سئل أحد المتعاملين في السوق عن حركة الأسهم فيجيب بأنها جيدة أو ضعيفة أو ثابتة لا تغيير فيها ، آخذا بعين الإعتبار حجم التداول أو ما رآه تجاه الأسعار من هبوط او ارتفاع وهذا حديث غير المتخصصين ، أما القياس العلمي فيكون من خلال بعض المؤشرات كالأرقام القياسية لأسعار الأسهم كأسلوب إحصائي يقيس تغير حركة السوق والأسهم من خلال مقارنة فترتين زمنيتين ومعرفة ما طرأ من تغيرات. وهذا ما يدعى مؤشر السوق الذي يعكس حركة التداول ونشاط السوق.

وكما سنرى فهناك العديد من المؤشرات التي تستخدم في الأسواق ويختلف المؤشر باختلاف الظروف السائدة في السوق المالي كحجمه ونشاطه وسرعة التداول وعدد الأسهم، وهذه المؤشرات إما أن تكون مؤشرات مرجحة أو أن تكون مؤشرات غير مرجحة.

مؤشرات الأسعار وطرق حسابها

سنورد فيما يلي أهم المؤشرات المستعملة وطرق حسابها :

١- مؤشر الدوجونز

وهو من المؤشرات المستخدمة حالياً لقياس حركة السوق وينقسم هذا المؤشر إلى ثلاثة أقسام هي :

* مؤشر للمرافق والمنافع
* مؤشر للمواصلات
* مؤشر صناعي

إلا أن المؤشر الصناعي هو الأهم حيث يتم من خلاله مقارنة ثلاثين شركة صناعية من أكبر الشركات فيشمل المبيعات والإنتاج والأرباح ولكنه لا يأخذ بالشركات المتوسطة والصغيرة ، وربما يكون ذلك من عيوب هذا المؤشر.

يتم احتساب المؤشر من خلال أخذ الأسهم المراد قياسها في تاريخ معين يعتبر كتاريخ أساس وبسعرها في ذلك التاريخ فيعتبر سعراً أساسياً ثم نأخذ السعر في يوم تداول ونقسمه على سعر الأساس والحاصل نضربه في رقم قياسي معين كوحدة (نقطة) فنحصل على رقم جديد وإذا كان الحاصل أكبر من الرقم القياسي فذلك يعني وجود ارتفاع في الأسعار والعكس وإذا كان الحاصل أقل من الرقم القياسي فذلك يعني وجود انخفاض في الأسعار.

٢- مؤشر ستاندرد آند بورز

كانت بدايات هذا المؤشر بعد فترة من ظهور مؤشر الدوجونز حين بدأت شركة ستاندرد آند بورز في نيويورك بنشر مؤشر أسعار يعتمد على اسعار أكثر من مئتي سهم لشركات من قطاعات مختلفة وارتفع هذا المعدل إلى نحو خمسمائة سهم لشركات مختلفة عام ١٩٥٧.

ويعتبر هذا المؤشر من المؤشرات المرجحة التي تعطي وزنا نسبيا للأسهم يتناسب مع القيمة السوقية لكل سهم يتم تداوله في البورصة.

ويعتمد إستخراج المعدل على القانون التالي :

$$\text{المؤشر} = \frac{\text{السعر السوقي الحالي للمجموعة}}{\text{السعر السوقي للمجموعة في فترة الأساس}} \times ١٠$$

$$= \frac{\sum س_١ ع_١}{\sum ع س} \times ١٠$$

حيث : س : سعر السهم في تاريخ الأساس .

ع : عدد الأسهم المصدرة في تاريخ الأساس .

س : سعر السهم في الفترة اللاحقة .

ع : عدد الأسهم المصدرة في تاريخ لاحق .

١٠ : رقم قياس يحدد في تاريخ الأساس وقد يكون ١٠٠ ، ١٠٠٠ حسب الرغبة لدى الجهة المصدرة للمؤشر.

وفي الأردن مثلا يقوم البنك المركزي باستخراج رقم قياسي شهري بأسعار الأسهم وترجيحها برؤوس أموال الشركات كما يقوم بحساب رقم قياسي مرجح للأسهم المتداولة ويستخرج أرقاما قياسية لأسعار القطاعات الموجودة وهي قطاع البنوك والشركات وقطاع الخدمات والقطاع الصناعي وقطاع التأمين . كما يدعم ذلك بالرسوم البيانية لحركة أسعار الأسهم.

وتوجد مؤشرات أخرى تعتمدها الدولة كمؤشر البطالة ، والمؤشر الإقتصادي الذي يعكس صورة الدخل القومي والناتج القومي . وهناك المؤشر المالي والمؤشر النقدي الذي يعكس صورة عرض النقود والطلب عليها واسعار الفوائد وحركة رؤوس الأموال كما أن هناك مؤشر التضخم وعدداً آخر من المؤشرات.

طرق تصنيف البدائل الإستثمارية

لدينا أربع طرق لتصنيف البدائل الإستثمارية وهي :

١- معدل العائد على الإستثمار : وقد بيناه فيما سبق ، حيث يسمى العائد على الأصول ، ويمكن إيجاده عن طريق قسمة صافي الربح بعد الضرائب المتوقع إلى الأصول، ويعبر الناتج عن قدرة الدينار الواحد المستثمر في الأصول على توليد أرباح صافية ، ويتم إختيار البدائل ذات المعدل الأعلى .

٢- فترة الإسترداد : ويقصد بها تحديد المدة الزمنية المناسبة لاسترجاع رأس مال المستثمر من خلال العوائد الصافية ، وفي حالة التدفقات السنوية الداخلة متساوية فإن فترة الإسترداد تساوي المبلغ المستثمر تقسيم التدفقات النقدية الداخلة. ويتم اختيار البديل ذي فترة الاسترداد الأقصر.

٣- معدل العائد الداخلي : وهو معدل الخصم الذي يساوي عنده صافي القيمة الحالية للتدفقات النقدية صفرا . ويعتبر الاستثمار مشجعا إذا كان معدل العائد الداخلي له أكبر من تكلفة رأس المال.

وبتعبير آخر هو سعر الفائدة الذي يجعل القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة المستقبلية مساوية لتكلفة البديل أو المشروع ، ويتم اختيار البديل ذي معدل العائد الداخلي الأكبر.

٤- صافي القيمة الحالية : وأساس هذه الطريقة ضرب صافي التدفق النقدي بمعدل الخصم، ثم تجميع التدفقات النقدية المخصومة خلال مدة المشروع الاستثماري لاحتساب صافي القيمة الحالية للبديل الإستثماري . وكلما كان الصافي موجبا كان الإستثمار مشجعا لأن العائد على الإستثمار يفوق تكلفة رأس المال.

ويتم إيجاد صافي القيمة الحالية عن طريق خصم التدفقات النقدية المستقبلية المتوقعة الصافية بسعر خصم محدد لإيجاد القيمة الحالية لها، ثم نطرح قيمة الاستثمار من القيمة الحالية . ذي صافي القيمة الحالية الأكبر ويقع الاختيار على البديل.

إستراتيجية إختيار البديل الإستثماري الأفضل

أنْ تفاضل بين المشاريع الإستثمارية لتختار أفضلها أمر ليس بالسهل في ظل حالة عدم التأكد من النتائج واللجوء للتنبؤ والاحتمالات ، ولذلك وجدت معايير لا بد من أخذها بعين الإعتبار لاختيار البديل الإستثماري الأفضل ومن هذه المعايير:

١- معيار التشاؤم (أبراهام وولد)

حسب هذا المعيار فإننا نفاضل بين البدائل الإستثمارية بناء على مبدأ الحيطة والحذر فنختار البديل الإستثماري الذي يعود بأقصى ربح في ظل أسوأ الإحتمالات والظروف .

مثال توضيحي :

إليك المعلومات التالية عن بديلين استثماريين متاحين لديك أ ، ب فأيهما تختار ؟

البديل	بقاء الظروف ثابتة	تغير الظروف نحو الأسوأ
أ	٩٠٠٠٠٠	٥٠٠٠٠٠
ب	٥٤٠٠٠٠٠	٨٠٠٠٠٠

الحل :

نلاحظ أن البديل ب رغم تغير الظروف نحو الأسوأ سيحقق ربحا أوفر وبالتالي حسب معيار التشاؤم نختار البديل الإستثماري (ب).

٢- معيار لابلاس

في هـذا المعيـار نـأخذ بالمتوسـط الحسـابي للاحتمـالات كاملـة دون ترجيـح احتمال على آخر .

ففي المثال السابق نحسب متوسط (أ) ثم متوسط (ب) ونختار الأكبر أي:

البديل أ : $\frac{٩٠٠٠٠٠ + ٥٠٠٠٠٠}{٢} = \frac{١٤٠٠٠٠٠}{٢} = ٧٠٠٠٠٠$

البديل ب : $\frac{٥٤٠٠٠٠٠ + ٨٠٠٠٠٠}{٢} = \frac{٦٢٠٠٠٠٠}{٢} = ٣١٠٠٠٠٠$

حسب معيار لابلاس سنختار البديل الإستثماري (ب) لأن متوسط أرباحه أكبر مـن متوسط أرباح (أ) .

٣- معيار الندم (معيار سافاج)

قد يكون أمام المستثمر بدائل استثمارية كثيرة ولكنه ربما يختار بديلا يحقـق لـه خسارة، فعندئذ سيشعر بالندم لأنه اختـار البديـل السيء وتـرك البديـل الأفضـل. إذن ففكرة معيار الندم تقوم على أساس قياس مقدار النـدم الـذي سيلحق بالمستثمر جـراء اختياره بديلا يحقق له خسارة.

ومقدار الخسارة هو الفرق بين ما يمكن أن يحققه لو اختار البديل الآخر. ففـي المثال السابق لو اختار المستثمر البديل (أ) فإنه في حالة بقـاء الظـروف ثابتـة سيحقق خسارة مقدارها :

٥٤٠٠٠٠٠ − ٩٠٠٠٠٠ = ٤٥٠٠٠٠٠

المراجع العربية :

١- مروان عوض ، العملات الأجنبية ، الإستثمار والتمويل ، معهد الدراسات المصرفية ، عمان - الأردن ، ١٩٨٨.

٢- محمد صالح جابر ، الاستثمار بالأسهم والسندات وتحليل الأوراق المالية ، مؤسسة الفليج للطباعة والنشر - الصفاة - الكويت .

٣- عبدالله مهنا سالم ومحمد عطية مطر ، مبادئ الاستثمار ، المعهد التجاري ، الكويت ، الطبعة الأولى ، ١٩٨٣/١٩٨٤.

٤- أحمد فهمي الامام ، أسواق الأوراق المالية في البلاد العربية ، إتحاد المصارف العربية ، ١٩٧٩.

٥- سيد هواري ، الاستثمار والتمويل ، مكتبة عين شمس ، القاهرة ، ١٩٨٠.

٦- التقرير السنوي لسوق عمان المالي للأعوام ١٩٩١، ١٩٩٢، ١٩٩٣، ١٩٩٤، ١٩٩٥، ١٩٩٦ .

٧- النشرات الشهرية لسوق عمان المالي.

٨- عبدالسلام أبو قحف ، اقتصاديات الاستثمار الدولي ، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية ، ١٩٩١.

٩- جميل بركات ، مال واقتصاد ، سوق عمان المالي في الميزان ، الطبعة الأولى ١٩٨٦.

١٠- محمد مطر ، إدارة الاستثمارات ، الإطار النظري والتطبيقات العملية ، عمان ،١٩٩٣.

١١- عماد موسى ، قياس وتقييم أداء المحافظ الإستثمارية ، مجموعة محاضرات تدريبية قدمت لمعهد الدراسات الإدارية والفنية ، الكويت ، ١٩٨٩.

١٢- أحمد زكريا صيام ، مجموعة مقالات نشرت في جريدة الدستور الأردنية.

١٣- أحمد عبدالله درويش ، مبادئ الرياضة المالية ، عمان - الأردن ، ١٩٨٨.

١٤- د. إسماعيل محمد هاشم ، الرياضة المالية ، بيروت ، دار النهضة العربية،١٩٦٧.

المراجع الأجنبية

1- Repert A. Haugan , " Modern Investment Theory" , prentice - Hall International , Edtions 1990.

2- Winfield , R.G., Suocess in Investment , John Murray publishers Ltd. London , 1991.

3- Edwin J.Elton and Matin J.Gurber , Modern portfolio Theory and Investment Analysis. John Wiley & Sons Inc, Newyork , 1991.

مبادئ الإستثمار

هـــذا الكتــاب

توخّى هذا الكتاب الغايات الرئيسية التالية:

١- اتفـــاق موضـوعـاته مـع خطـط وزارة التـعـلـيم العـــالي فــي مـــادة «مبـادئ الإسـتـثمار» المقــررة على أبنـــائنا طـــلاب كليـات المجتـمع.

٢- خـدمة زمـلاء المهـنة في توفـيـر كـتـاب شـامل بـين أيـديهـم يعـمل عـلى تـقـريب المسـافـة التـعـليـمـيّة والتعـلميّة بيـنهم وبـين طـــلابهم.

٣- عـون البـاحـثـين والدارسـين على الإحـاطة بـأصـول الاسـتـثمار العلمية، وتوعـيـة المسـتـثمرين بآليـةعصرية قـابلة للتطبـيق.



